

# 德昌股份 (605555.SH)

## 电机增速亮眼，传统主业有所承压

**事件：**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。公司 2022 年实现营业收入 19.38 亿元，同比-31.80%；实现归母净利润 2.99 亿元，同比-0.71%。其中，2022Q4 单季营业收入为 4.04 亿元，同比-34.40%；归母净利润为 0.36 亿元，同比-56.01%。2023Q1 实现营业收入 5.64 亿元，同比-1.04%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比-29.83%。

**电机业务增速亮眼，传统主业有所承压。**据海关总署显示，2022 年/23Q1 国内吸尘器出口数量同比下滑 23.08%/9.26%，受外销不景气影响公司传统主业有所承压。**分业务看：**2022 年内公司传统吸尘器/小家电业务实现营收 13.83/3.79 亿元，同比-36.42%/-24.00%，新兴 EPS 电机实现营收 0.7 亿元，同比高增 1902.02%。**分地区看，**公司外销/内销营收分别为 18.57/0.03 亿元，分别同比-31.24%/-55.52%，我们判断公司外销下滑主要系海外通胀及俄乌战争等因素，行业需求相对下滑。此外，2022 年报告期内公司第一大客户 TTI 营收为 13.92 亿元，占比下滑 5.58pct 至 74.88%。

**盈利能力有所下滑。****毛利率：**受产品结构调整等影响，2022 年/23Q1 公司毛利率分别为 17.79%/18.10%，同比-1.55%/-1.58%。**费用率：**公司 2022 年财务费用率/管理费用率变化较大，同比-10.03/+1.19pct 至-9.23%/5.11%，财务费用率下滑主要系汇率因素，管理费用率有所增加主要系营收承压下费用相对刚性影响。**净利率：**综合来看，受汇率波动等因素影响，2022 年/23Q1 公司净利率分别同比+4.82/-3.07pct 至 15.40%/7.47%。**经营性现金流：**2022/23Q1 公司经营性现金流净额分别为 3.46/-0.03 亿元，同比+47.14%/-101.69%，主要系部分受限资金 2022 年内收回及 23Q1 销售收入下滑所致。

**电机业务定点知名车企，打开第二成长曲线。**2022 年公司电机定点上海同驭、捷太格特等多位知名车企，合计预期销售金额达 18.3 亿元。公司与多位知名车企达成电机定点关系，有望在未来提升公司知名度并与更多客户达成业务合作，电机业务将不断为公司带来新业务增量。

**盈利预测与投资建议。**公司正处于电机业务毛利改善期间，预期盈利能力提高需一定时间。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.45/3.89/4.38 亿元，同增 15.6%/12.6%/12.8%，维持“增持”评级。

**风险提示：**新业务扩展不及预期、市场竞争加剧、汇率波动。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,842	1,938	2,136	2,457	2,833
增长率 yoy (%)	37.6	-31.8	10.2	15.0	15.3
归母净利润(百万元)	301	299	345	389	438
增长率 yoy (%)	-1.1	-0.7	15.6	12.6	12.8
EPS 最新摊薄(元/股)	1.13	1.12	1.30	1.46	1.65
净资产收益率(%)	13.1	11.8	12.6	12.7	12.9
P/E(倍)	17.8	17.9	15.5	13.8	12.2
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6

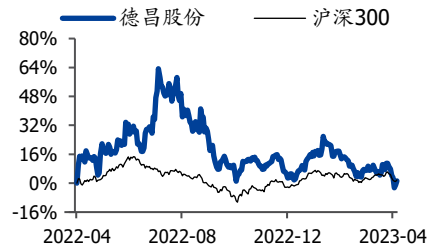
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

### 增持(维持)

#### 股票信息

行业	小家电
前次评级	增持
4月27日收盘价(元)	20.10
总市值(百万元)	5,346.04
总股本(百万股)	265.97
其中自由流通股(%)	36.44
30日日均成交量(百万股)	1.85

#### 股价走势



#### 作者

分析师 徐程颖

执业证书编号：S0680521080001

邮箱：xuchengying@gszq.com

研究助理 陈思琪

执业证书编号：S0680122070003

邮箱：chensiqi@gszq.com

#### 相关研究

- 《德昌股份(605555.SH)：EPS 电机定点耐世特欧洲，汽零业务加速发展》2022-11-09
- 《德昌股份(605555.SH)：主业营收压力大，汽零定点逐步落地》2022-10-29
- 《德昌股份(605555.SH)：EPS 电机定点耐世特，汽零业务加速发展》2022-10-12



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3168	2918	3686	3784	4697	<b>营业收入</b>	2842	1938	2136	2457	2833
现金	1813	1763	2175	2215	2806	营业成本	2292	1593	1702	1993	2304
应收票据及应收账款	855	662	1010	913	1305	营业税金及附加	13	14	13	15	17
其他应收款	22	23	26	30	35	营业费用	9	9	9	10	13
预付账款	19	26	23	34	32	管理费用	111	99	109	104	125
存货	333	254	261	402	329	研发费用	98	81	97	111	131
其他流动资产	126	190	190	190	190	财务费用	23	-179	-171	-197	-233
<b>非流动资产</b>	516	853	839	837	836	资产减值损失	-3	-5	-4	-5	-6
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	10	6	0	0	0
固定资产	280	340	363	387	405	公允价值变动收益	3	1	0	0	0
无形资产	112	142	157	175	197	投资净收益	26	8	8	14	14
其他非流动资产	124	371	319	275	235	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	3684	3771	4526	4621	5533	<b>营业利润</b>	330	328	389	440	496
<b>流动负债</b>	1320	1159	1704	1490	2062	营业外收入	11	2	6	5	6
短期借款	63	350	350	350	350	营业外支出	2	7	3	3	4
应付票据及应付账款	1113	649	1233	972	1576	<b>利润总额</b>	339	324	392	442	498
其他流动负债	144	160	121	169	136	所得税	38	25	47	53	60
<b>非流动负债</b>	71	75	73	73	72	<b>净利润</b>	301	299	345	389	438
长期借款	30	0	-2	-2	-2	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	75	75	75	75	<b>归属母公司净利润</b>	301	299	345	389	438
<b>负债合计</b>	1391	1234	1776	1563	2135	EBITDA	347	355	417	469	526
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.13	1.12	1.30	1.46	1.65
股本	190	266	372	372	372						
资本公积	1480	1404	1298	1298	1298						
留存收益	624	856	1047	1263	1506						
归属母公司股东权益	2292	2537	2749	3059	3398						
<b>负债和股东权益</b>	3684	3771	4526	4621	5533						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	235	346	423	-23	524
净利润	301	299	345	389	438
折旧摊销	57	63	62	72	82
财务费用	23	-179	-171	-197	-233
投资损失	-26	-8	-8	-14	-14
营运资金变动	-134	111	195	-272	251
其他经营现金流	14	60	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-158	-392	-41	-55	-67
资本支出	107	365	-13	-2	-1
长期投资	-53	-29	0	0	0
其他投资现金流	-105	-56	-54	-58	-68
<b>筹资活动现金流</b>	1370	154	30	118	134
短期借款	-66	287	0	0	0
长期借款	-40	-30	-2	0	0
普通股增加	50	76	106	0	0
资本公积增加	1437	-76	-106	0	0
其他筹资现金流	-12	-103	32	118	134
<b>现金净增加额</b>	1436	208	413	40	591

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	37.6	-31.8	10.2	15.0	15.3
营业利润(%)	-7.2	-0.7	18.6	13.0	12.7
归属于母公司净利润(%)	-1.1	-0.7	15.6	12.6	12.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.3	17.8	20.4	18.9	18.7
净利率(%)	10.6	15.4	16.2	15.8	15.5
ROE(%)	13.1	11.8	12.6	12.7	12.9
ROIC(%)	10.5	9.1	9.9	10.1	10.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.8	32.7	39.3	33.8	38.6
净负债比率(%)	-72.2	-52.9	-64.1	-59.0	-70.5
流动比率	2.4	2.5	2.2	2.5	2.3
速动比率	2.1	2.2	2.0	2.2	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.5	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.13	1.12	1.30	1.46	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	1.30	1.59	-0.09	1.97
每股净资产(最新摊薄)	8.62	9.54	10.34	11.50	12.78
<b>估值比率</b>					
P/E	17.8	17.9	15.5	13.8	12.2
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	16.5	16.9	13.4	11.8	9.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com