



股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	20.31
总股本/流通股本(亿股)	2.66 / 0.70
总市值/流通市值(亿元)	54 / 14
52周内最高/最低价	34.18 / 19.34
资产负债率(%)	32.7%
市盈率	18.13
第一大股东	黄裕昌
持股比例(%)	24.4%

研究所

分析师:肖垚
SAC 登记编号:S1340522070002
Email:xiaoyao@cnpsec.com

德昌股份(605555)

小家电业务承压，EPS 电机业务蓬勃发展

● 事件

公司发布 2022 年年度报告暨 2023 年一季度报告，2022 年公司实现营业收入 19.38 亿元，同比下滑 32%；实现归母净利润 2.99 亿元，同比下滑 1%；实现扣非归母净利润 2.89 亿元，同比上涨 11%。其中，单四季度实现营业收入 4.04 亿元，同比下滑 34%；实现归母净利润 0.36 亿元，同比下滑 56%；实现扣非归母净利润 0.4 亿元，同比下滑 38%。

23Q1 公司实现营业收入 5.64 亿元，同比下滑 1%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比下滑 30%；实现扣非归母净利润 0.4 亿元，同比下滑 20%。

公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 5.00 元(含税)，剩余未分配利润结转以后年度；以资本公积金转增股本，每 10 股转增 4 股，不送红股。

● 核心观点

小家电业务承压，EPS 电机业务蓬勃发展。公司 2022 年吸尘器业务/多元小家电业务/EPS 电机及制动电机业务收入分别为 13.93/3.79/0.74 亿元，同比分别为-36%/-24%/+1902%。**小家电业务：**公司小家电业务主要通过为创科实业、海伦特洛伊国际龙头品牌 ODM/OEM 的方式开展，主要销往美国、欧洲市场，受海外宏观环境变动影响，消费需求转弱，小家电业务整体承压。**EPS 电机及制动电机业务：**2022 年，加大 EPS 转向电机等汽车零部件业务的研发投入和市场拓展力度并实现采埃孚、耐世特、捷太格特等多家国际知名系统供应商的多个产品型号的定点，随着产能进一步拓张，公司 EPS 电机业务有望保持高速增长态势。

盈利能力有望逐步回暖。23Q1 公司销售毛利率为 18.10%，同比-1.58 个 pct，环比-0.99 个 pct；销售净利率为 7.47%，同比-3.07 个 pct，环比-1.35 个 pct。受产品结构调整影响，毛利率同比下滑，随着 EPS 电机业务产能释放，规模化生产下毛利率有望逐步提升。

费用端来看，公司 Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.7%/4.66%/4%/0.07%，同比分别+0.37/+0.14/+0.11/+0.01 个 pct。公司加大客户拓展，挖掘潜在客户资源，销售费用同比大幅提升 110%。

给予“增持”评级。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 22.08/25.93/31.79 亿元，同比分别增长 14%/17%/23%，归母净利润分别为 3.4/3.87/4.5 亿元，同比分别增长 14%/14%/16%，摊薄每股收益分别为 1.28/1.46/1.69 元，对应 PE 分别为 16/14/12 倍。我们看好公司未来表现，给予“增持”评级。

● 风险提示

贸易摩擦加剧风险、客户集中度较高风险、原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1938	2208	2593	3179
增长率(%)	-31.80	13.93	17.44	22.60
EBITDA(百万元)	211.01	410.64	467.45	548.84
归属母公司净利润(百万元)	298.55	339.72	387.20	450.33
增长率(%)	-0.71	13.79	13.97	16.31
EPS(元/股)	1.12	1.28	1.46	1.69
市盈率(P/E)	18.09	15.90	13.95	12.00
市净率(P/B)	2.13	1.88	1.65	1.45
EV/EBITDA	19.14	8.92	8.22	5.97

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1938	2208	2593	3179	营业收入	-31.8%	13.9%	17.4%	22.6%
营业成本	1593	1713	2022	2494	营业利润	-0.7%	14.5%	13.4%	16.3%
税金及附加	14	13	16	20	归属于母公司净利润	-0.7%	13.8%	14.0%	16.3%
销售费用	9	7	9	11	获利能力				
管理费用	99	71	83	102	毛利率	17.8%	22.4%	22.0%	21.5%
研发费用	81	71	83	102	净利率	15.4%	15.4%	14.9%	14.2%
财务费用	-179	1	2	9	ROE	11.8%	11.8%	11.9%	12.1%
资产减值损失	-5	0	0	0	ROIC	4.4%	9.1%	9.0%	9.3%
营业利润	328	376	426	495	偿债能力				
营业外收入	2	2	2	2	资产负债率	32.7%	38.2%	36.2%	41.7%
营业外支出	7	0	0	0	流动比率	2.52	2.10	2.15	1.89
利润总额	324	378	428	497	营运能力				
所得税	25	38	41	47	应收账款周转率	2.57	3.04	2.93	2.90
净利润	299	340	387	450	存货周转率	6.60	8.33	8.00	7.85
归母净利润	299	340	387	450	总资产周转率	0.52	0.52	0.53	0.55
每股收益(元)	1.12	1.28	1.46	1.69	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.12	1.28	1.46	1.69
货币资金	1763	2264	2227	2956	每股净资产	9.54	10.82	12.27	13.97
交易性金融资产	141	141	141	141	估值比率				
应收票据及应收账款	662	797	981	1224	PE	18.09	15.90	13.95	12.00
预付款项	26	23	28	35	PB	2.13	1.88	1.65	1.45
存货	254	276	372	438	现金流量表				
流动资产合计	2918	3570	3831	4877	净利润	299	340	387	450
固定资产	340	423	464	506	折旧和摊销	70	65	76	84
在建工程	189	279	383	492	营运资本变动	111	272	-367	326
无形资产	142	183	220	257	其他	-134	-15	-14	-10
非流动资产合计	853	1085	1287	1495	经营活动现金流净额	346	662	82	850
资产总计	3771	4654	5118	6372	资本开支	-363	-296	-276	-290
短期借款	350	471	616	777	其他	-29	32	36	39
应付票据及应付账款	649	1081	989	1588	投资活动现金流净额	-392	-264	-240	-251
其他流动负债	160	150	174	218	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1159	1703	1779	2583	债务融资	237	122	145	161
其他	75	75	75	75	其他	-82	-18	-24	-31
非流动负债合计	75	75	75	75	筹资活动现金流净额	154	103	121	130
负债合计	1234	1777	1854	2657	现金及现金等价物净增加额	208	501	-37	729
股本	266	266	266	266					
资本公积金	1404	1404	1404	1404					
未分配利润	770	1059	1388	1771					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	97	148	206	273					
所有者权益合计	2537	2877	3264	3715					
负债和所有者权益总计	3771	4654	5118	6372					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048