

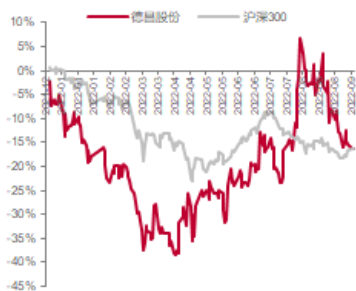
德昌股份（605555）/家电
证券研究报告/公司点评
2022 年 9 月 14 日
评级：买入（维持）
市场价格：25.45
分析师：邓欣
执业证书编号：S0740518070004
电话：021-20315125
Email: dengxin@r.qlzq.com.cn
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,065	2,842	2,855	3,266	3,807
增长率 yoy%	72%	38%	0%	14%	17%
净利润（百万元）	304	301	391	477	588
增长率 yoy%	103%	-1%	30%	22%	23%
每股收益（元）	1.14	1.13	1.47	1.79	2.21
每股现金流量	0.41	0.88	2.38	0.20	4.22
净资产收益率	60%	13%	15%	16%	16%
P/E	22.3	22.5	17.3	14.2	11.5
P/B	13.4	3.0	2.6	2.2	1.9

备注：股价取自 2022 年 9 月 13 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	266
流通股本(百万股)	70
市价(元)	25.45
市值(百万元)	6,769
流通市值(百万元)	1,782

股价与行业-市场走势对比

相关报告
首次覆盖：

《从家电迈向汽车电机新征程》

2021.12.09

公司点评：

《期待车用业务放量》

2022.8.29

《eps 电机定点突破》

2022.7.14

《继续验证利润率修复》

2022.4.29

《盈利环比改善，期待第二曲线》

2022.4.14

投资要点
公司公告最新车用业务定点项目进展：

- ①**制动电机：**定点方为上海同驭汽车科技，合同履行期限为 2023 年 12 月-2030 年 11 月，预计销售金额 7.8 亿；
- ②**EPS 电机：**定点方为捷太格特，合同履行期限为 2023 年 7 月-2031 年 6 月，预计销售金额 3.8 亿。

转向电机持续突破

据高工汽车研究院，本次公司公告定点方捷太格特，在 2021 年国内前装 EPS 系统市场中份额排名第四。这是德昌股份继 7 月取得采埃孚定点后，再次在龙头 tier1 中取得突破，充分验证公司产品竞争力。

同时捷太格特在全球 EPS 系统市场也具备较强影响力，2017 年全球市场份额为 27%，从长期视角看，德昌股份有望凭借龙头 tier1 加持实现海外市场突破。

制动电机打开空间

据官网介绍，同驭汽车科技为同济大学科研团队组建的线控底盘 Tier1 企业，其电子制动系统（EHB）已适配 50 余款车型，车企客户包括东风日产、吉利、江淮等。本次公告系德昌股份首次公告制动电机定点项目，车用业务成长空间进一步打开。

我们持续看好德昌股份依托 eps 电机切入 tier1 供应链后向包括制动电机在内的汽车电机横向拓展的机会。

投资建议：

预计 22-24 年实现销售收入 28.6、32.7、38.1 亿元，实现归母净利润 3.9、4.8、5.9 亿元，公司主业增长稳健，盈利修复可期，第二曲线放量在即，维持“买入”评级。

风险提示：

汽车业务开发不及预期、海外消费超预期下滑、原材料成本再次大幅上升、客户集中风险

图表 1: 德昌股份三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,813	1,955	1,586	2,310	营业收入	2,842	2,855	3,266	3,807
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,292	2,234	2,508	2,869
应收账款	855	836	930	1,073	税金及附加	13	17	18	19
预付账款	19	34	38	43	销售费用	9	10	11	13
存货	333	317	863	575	管理费用	111	114	127	145
合同资产	0	0	0	0	研发费用	98	109	122	141
其他流动资产	148	132	136	142	财务费用	23	-28	-20	-3
流动资产合计	3,168	3,274	3,553	4,142	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	2	2	2	2	资产减值损失	-3	-3	-3	-3
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	5	5	5
固定资产	280	648	1,023	1,402	投资收益	26	20	20	20
在建工程	26	126	126	26	其他收益	10	10	10	10
无形资产	112	125	145	164	营业利润	330	432	529	654
其他非流动资产	96	103	109	113	营业外收入	11	10	11	11
非流动资产合计	516	1,004	1,404	1,707	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	3,684	4,278	4,957	5,849	利润总额	339	440	538	663
短期借款	63	97	226	335	所得税	38	49	61	75
应付票据	651	615	661	778	净利润	301	391	477	588
应付账款	462	670	760	878	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	1	1	1	归属母公司净利润	301	391	477	588
合同负债	29	51	59	69	NOPLAT	321	366	460	586
其他应付款	20	20	20	20	EPS (按最新股本摊薄)	1.13	1.47	1.79	2.21
一年内到期的非流动负债	24	24	24	24					
其他流动负债	71	72	77	84					
流动负债合计	1,320	1,550	1,828	2,188	主要财务比率				
长期借款	30	40	30	40	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	41	41	41	41	营业收入增长率	37.6%	0.5%	14.4%	16.6%
非流动负债合计	71	81	71	81	EBIT增长率	-15.2%	13.9%	25.8%	27.3%
负债合计	1,391	1,631	1,899	2,269	归母公司净利润增长率	-1.1%	30.0%	22.1%	23.3%
归属母公司所有者权益	2,292	2,647	3,058	3,580	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	19.3%	21.8%	23.2%	24.6%
所有者权益合计	2,292	2,647	3,058	3,580	净利率	10.6%	13.7%	14.6%	15.5%
负债和股东权益	3,684	4,278	4,957	5,849	ROE	13.1%	14.8%	15.6%	16.4%
					ROIC	15.4%	15.0%	15.8%	16.9%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	37.8%	38.1%	38.3%	38.8%
单位:百万元					债务权益比	6.9%	7.6%	10.5%	12.3%
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	流动比率	2.4	2.1	1.9	1.9
经营活动现金流	235	633	52	1,124	速动比率	2.1	1.9	1.5	1.6
现金收益	381	424	576	762	营运能力				
存货影响	-78	16	-546	288	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
经营性应收影响	-95	7	-95	-145	应收账款周转天数	102	107	97	95
经营性应付影响	124	173	136	234	应付账款周转天数	80	91	103	103
其他影响	-97	13	-19	-16	存货周转天数	46	52	85	90
投资活动现金流	-158	-525	-493	-455	每股指标 (元)				
资本支出	-111	-543	-512	-476	每股收益	1.13	1.47	1.79	2.21
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	1.24	3.33	0.27	5.92
其他长期资产变化	-47	18	19	21	每股净资产	12.07	13.93	16.10	18.84
融资活动现金流	1,370	34	72	55	估值比率				
借款增加	-96	44	119	119	P/E	23	17	14	12
股利及利息支付	-7	-52	-68	-85	P/B	3	3	2	2
股东融资	1,506	0	0	0	EV/EBITDA	111	98	73	55
其他影响	-33	42	21	21					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。