

证券分析报告 GPT-4o

德昌电机控股有限公司 (00179.HK) 当前评级：买入 | 目标价：19.00港元 | 当前股价：16.46港元 (2025年3月6日)

1. 投资摘要

我们维持对德昌电机控股有限公司的「买入」评级，并将目标价从14.00港元上调至19.00港元，反映公司在电动车关键部件和人形机器人电机系统新兴领域的增长潜力。尽管2025财年盈利预测因需求疲软略有下调，但我们对2026–2027财年保持乐观，预计新业务的贡献将逐步显现，推动盈利增长。

2. 股价与估值

股价数据 (2025年3月6日)

- 最新股价：16.46港元
- 52周最高价：18.88港元
- 52周最低价：8.99港元
- 市盈率 (TTM)：8.29倍
- 市净率 (静态)：0.75倍
- 股息率 (TTM)：3.71%

估值分析

德昌电机当前估值低于行业平均水平（同行市盈率约10-12倍），反映市场对其短期盈利能力的担忧。然而，考虑到公司在新兴领域（如人形机器人电机系统）的技术领先地位和持续研发投入，估值有较大提升空间。根据花旗的报告和我们的模型预测，目标价19.00港元对应2026财年的预计市盈率为9.5倍，具有吸引力。

3. 财务表现分析

3.1 最新财务数据 (2024中期业绩)

- 营业额：1,854百万美元（同比下降4%）
- 毛利率：23.6%（同比提升1.4个百分点）
- 调整后EBITDA：177百万美元，占营业额的9.5%（同比上升0.2个百分点）
- 股东应占净利润：130百万美元（同比增长8%）

- 自由现金流：144百万美元（同比减少31%）

3.2 关键财务比率

指标	德昌电机	行业均值	分析
毛利率	23.6%	20%-22%	优于行业，成本控制能力强
净利润率	7.0%	4%-6%	优于行业，盈利能力突出
净债务/EBITDA	0.8x	1.5x-2.0x	财务稳健，负债水平较低
存货周转天数	75天	65-70天	偏高，需提升库存管理效率

4. 投资亮点

4.1 电动车与机器人业务增长潜力

- 电动车驱动子系统：公司作为全球领先的驱动子系统制造商，受益于电动车渗透率提升。特别是在中国市场的电动水泵、冷却阀门等关键部件领域，市场需求增长强劲。
- 人形机器人电机系统：公司正在拓展人形机器人电机系统这一高附加值领域，预计将在2025财年业绩中公布更多进展。花旗预计，新业务将在2026-2027年逐步贡献收入，推动公司盈利能力提升。

4.2 成本控制能力强，毛利率持续改善

- 2024中期毛利率提升至23.6%，主要得益于原材料成本下降和外汇对冲收益。随着人形机器人等新业务占比提升，公司毛利率有望进一步扩大。

4.3 财务稳健，股东回报稳定

- 净债务/EBITDA为0.8倍，远低于行业平均水平，显示公司具备较强的财务灵活性。2024年中期股息为17港仙，股息率达3.71%，为投资者提供了稳定回报。

5. 风险因素

5.1 美欧市场需求疲软

- 受经济环境和高利率影响，美国和欧盟市场汽车产品需求疲软，可能导致2025财

年的盈利增长进一步承压。

5.2 新业务的不确定性

- 人形机器人电机系统作为新兴业务，市场竞争激烈且技术开发周期较长，可能面临研发投入与回报不匹配的风险。

5.3 汇率波动风险

- 人民币贬值可能对中国市场结算产生压力，而外汇对冲收益的波动也对利润构成一定影响。

6. 行业对比

指标	德昌电机	安波福 (Aptiv)	李尔公司 (Lear Corp)	江苏雷利
市盈率 (TTM)	8.29倍	12.5倍	10.8倍	16倍
毛利率	23.6%	20.8%	14.1%	27%-30%
净利润率	7.0%	5.8%	4.2%	8%-10%
新业务布局	电动车+机器人	电动车+智能软件	座椅+电动车零部件	家电+机器人+汽车系统

分析：

- 德昌电机在盈利能力（毛利率、净利润率）和估值上具有明显优势，但在新业务（如机器人电机系统）的竞争中立江苏雷利等国内厂商的挑战。
- 相比安波福和李尔公司，德昌电机的全球布局和财务结构更稳健，但在电动车软件系统等高附加值领域的布局较弱。

7. 估值与目标价

DCF估值模型假设：

- 营业额增长：
 - 2025财年：增速-2%（受美欧市场需求疲软影响）。
 - 2026-2027财年：增速恢复至3%-5%，人形机器人业务逐步贡献收入。
- 毛利率：2026财年提升至24.5%，2027财年进一步提升至25.0%。
- 贴现率：8.5%（反映汽车行业风险与公司财务稳健性）。
- 终值增长率：2.5%。

估值结果：

- 目标价：19.00港元，对应2026财年市盈率9.5倍，较当前股价（16.46港元）有15.4%的上升空间。

8. 投资建议

- 评级：买入
- 目标价：19.00港元
- 投资逻辑：
 - 短期盈利可能承压，但公司在电动车关键部件和人形机器人电机系统领域具有长期增长潜力。
 - 稳健的财务状况和稳定的股息回报为投资者提供下行保护。
 - 当前估值低于行业平均水平，具有估值修复空间。

免责声明

本报告仅供参考，不构成任何投资建议。投资者需根据自身情况判断投资风险。