

# 家电&汽零双驱动，稳健基本盘之上打造增量空间

一、传统家电业务打造稳健基本盘：深度绑定大客户 TTI，新品类、新客户拓展顺利。

1) 吸尘器整机代工：依托核心客户资源与专一品类生产优势共同构筑公司业务基本盘，长期看有望维持稳健增长。2) 园林电动工具代工：依托大客户 TTI 切入全新品类，公司核心电机技术可实现有效迁移，今年有望实现放量。3) 头发护理家电代工：业务仍处放量阶段，新拓客户 HOT 仍有进一步合作空间。

## 二、EPS 电机业务开辟第二增长曲线，短期业务拓展迅速

EPS 电机作为 EPS 系统的核心部件，近年伴随 EPS 系统装配量的提升市场规模逐年扩大，德昌抓住内资 EPS 电机品牌“弯道超车”机遇，在传统家电代工业务基础上开辟全新成长曲线。

从业务拓展进程来看，公司已经与舍弗勒、采埃孚等国际知名 EPS 系统一级供应商合作研发试样多款型号的电机，同时成功实现了与上汽、奇瑞、长城、长安、比亚迪等自主品牌整车企业的 13 个型号项目的定点。此外，近日公告显示采埃孚已经指定公司为国内某整车厂 EPS 电机零部件供应商，项目为期 4 年，总金额超 2 亿元，预计 23 年 8 月正式量产。

**投资建议：**传统小家电代工业务方面公司依托核心客户持续扩展业务版图，与此同时，新拓汽车零部件业务的放量有望开辟公司的第二增长曲线。我们预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 28.67/33.21/36.52 亿元，同比增长 0.9%/15.8%/10.0%；归母净利润 4.37/4.83/5.24 亿元，同比 45.3%/10.5%/8.5%，对应 PE 分别为 15.4/14.0/12.9 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格上升、行业增速不及预期等。

### 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,065	2,842	2,867	3,321	3,652
增长率(%)	71.9	37.6	0.9	15.8	10.0
净利润(百万元)	304	301	437	483	524
增长率(%)	103.1	-1.1	45.3	10.5	8.5
ROE(%)	60.2	13.1	16.4	15.5	14.5
EPS(元/股，摊薄)	2.17	1.58	1.64	1.81	1.97
P/E(倍)	11.7	16.0	15.4	14.0	12.9
P/B(倍)	7.0	2.1	2.5	2.2	1.9

## 德昌股份 (605555)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

18317068758

SAC 执证编号：S1440521070002

翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

010-86451610

SAC 执证编号：S1440521080002

发布日期：2022 年 07 月 17 日

当前股价：25.32 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	7.65/9.99	22.13/21.61	10.73/20.17
12 月最高/最低价 (元)			50.88/22.1
总股本 (万股)			26,597.2
流通 A 股 (万股)			7,000.0
总市值 (亿元)			67.34
流通市值 (亿元)			17.72
近 3 月日均成交量 (万股)			562.55
主要股东			
黄裕昌			24.36%

### 股价表现



### 相关研究报告

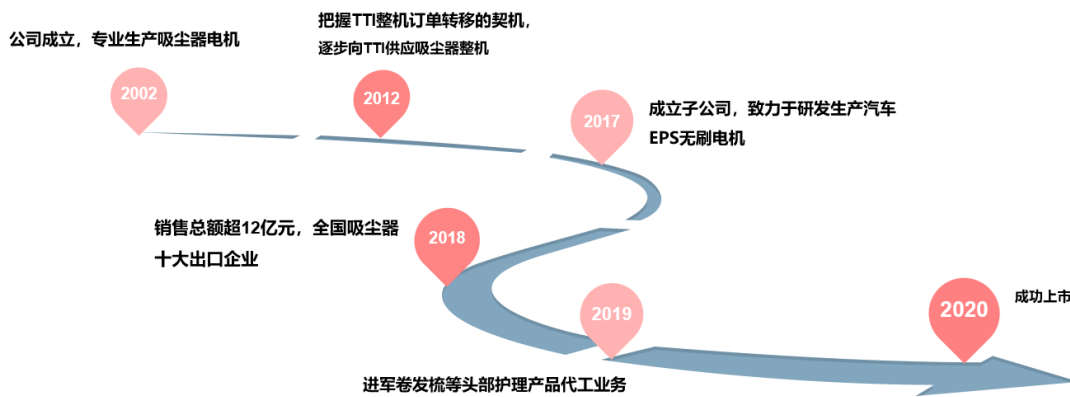
## 目录

吸尘器代工龙头，公司经营稳重向好 .....	1
传统家电业务：深度绑定 TTI，新品类、新客户拓展顺利 .....	3
（一）吸尘器整机代工：核心客户资源与专一品类生产优势共同构筑公司业务基本盘 .....	4
（二）园林电动工具代工业务：依托大客户 TTI 切入全新品类，核心电机技术可实现有效迁移 .....	6
（三）头发护理家电代工：业务仍处放量阶段，新拓客户 HOT 合作空间大 .....	8
EPS 无刷电机业务：国产替代浪潮下公司业务放量可期 .....	9
投资建议 .....	13
风险提示 .....	14
报表预测 .....	15

## 吸尘器代工龙头，公司经营稳重向好

**历史沿革：**吸尘器电机业务起家，目前围绕核心电机技术已形成丰富产品线。公司前身为余姚市西线路板五金厂，主要生产吸尘器线路板、五金件等配件。2002年宁波德昌电机制造有限公司正式成立，开始专注于生产吸尘器电机的生产，逐步获得了 TTI、伊莱克斯等业内知名吸尘器制造商的关注，订单规模逐年扩大。2012年起，公司抓住 TTI 整机订单转移的机遇，逐步向其供应吸尘器整机，此后数年在吸尘器整机制造领域逐步跻身行业第一梯队。2017年，成立子公司宁波德昌科技有限公司，正式开启汽车 EPS 无刷电机的研发生产，2019年公司开拓全新客户 HGT，进军卷发梳等头部护理产品代工业务。2020年公司成功上市。

图表 1：德昌股份公司发展沿革梳理



资料来源：公司官网 中信建投

**股权结构稳定，核心管理层对公司把控力强。**根据公司招股书数据，截至 2022 年一季度末，公司前四大股东均为黄裕昌家族成员及其实际控制公司，四大股东合计直接持有公司 62.43% 的股份，对公司拥有绝对控股权。三人作为大股东，同时亦是公司核心管理层，高持股比例使其自身利益与公司进行深层次绑定，有效避免管理层与股东间利益冲突，同时三人对公司经营与发展能够形成有效把控，利于公司决策效率提升。

图表 2：德昌股份主要股东及持股比例

股东	持股数（万股）	持股比例
黄裕昌	4629	24.36
昌硕（宁波）企业管理有限公司	3815	20.08
张利英	2279	11.99
黄轶	1139	6.00
上海金浦国调并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	534	2.81
宁波和丰创业投资有限公司	534	2.81
江阴毅达高新创业投资合伙企业（有限合伙）	427	2.25
钟格	305	1.61
华润元大基金润心 11 号单一资产管理计划	300	1.58
钱进	214	1.12

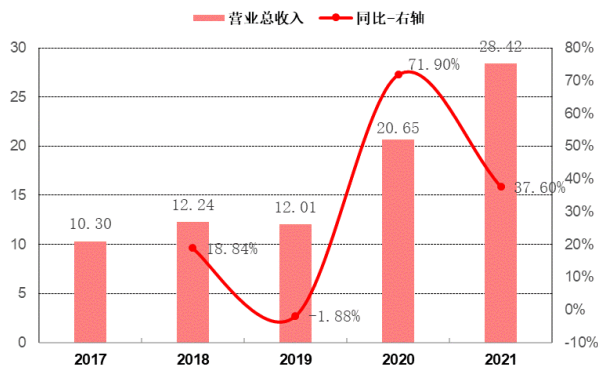
资料来源：公司招股书 中信建投

主要财务指标表现稳健，公司经营稳中向好

**营收端：核心客户带动下公司收入规模近年大幅提升。**除 2019 年受中美贸易摩擦的影响公司营收略有下滑外，2018、2020 年公司营收端在核心大客户带动下均有亮眼增长表现。其中 2020 年得益于国内疫情良好防控形势以及海外终端需求爆发等因素影响大客户订单激增，公司在疫情背景下营收实现超 70% 的大幅增长；2021 营收受上年低基数效应以及业务规模扩大的影响同比增长 37.60%。

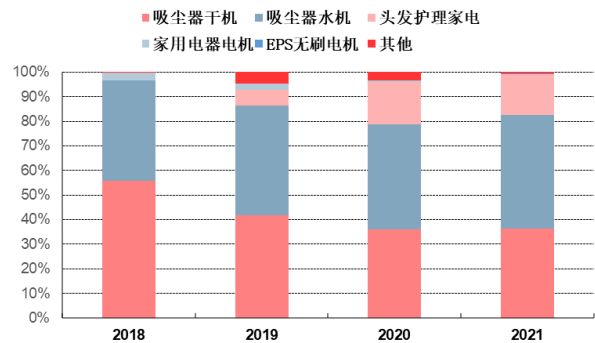
**拆分各项业务营收表现，吸尘器代工仍占据主体地位，头发护理品类代工增长迅猛。**当前公司所覆盖业务主要包含小家电 ODM/OEM 业务、家电电器电机以及 EPS 电机业务。营收构成中包含干机、水机在内的吸尘器品类代工业务近年占比虽有所下降，但仍占据公司营收的主体地位，2018-2020 年公司营收比重分别为 96.58%/86.54%/78.73%，美发梳、吹风机等头发护理家电代工业务自 2019 年成功开拓以来增长迅猛，20 年销售额增幅接近 4 倍，占营收比重达 17.14%。电机产品（目前全部为家用电器电机）绝大部分为公司自用，对外销售额占比极低，且呈现逐年下降趋势，当前业务占比在 4% 以下。2021 年公司 EPS 无刷电机开始确认收入，其他品类占营收比重维持相对稳定。

图表 3：2017-2021 年公司营业总收入规模及变动



资料来源：公司招股书 中信建投

图表 4：2018-2021 年公司营收构成及变化

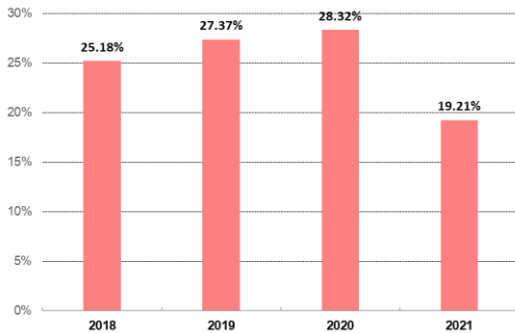


资料来源：公司招股书 中信建投

**盈利能力：2018-2020 年多重利好因素驱动下公司毛利率整体保持稳中有升趋势，2021 外部冲击下盈利能力下滑明显。**2018-2020 年公司综合毛利率分别为 25.18%、27.37%、28.32%，（考虑到可比性，2020 年度营业成本剔除运费），公司盈利能力整体维持稳中有升的趋势。**从变动原因来看，**一方面是由于吸尘器水机、干机以及吹风机产品结构导致的毛利率变化；另一方面则是由于公司所用塑料粒子等原材料价格波动；最后则是汇率波动所致，2018-2019 年间美元汇率提高带动公司盈利能力提升。2021 年公司毛利率出现明显下滑，同口径下（剔除会计政策调整影响）下滑 9.11pct，主要系原材料价格大幅提升加大了成本端压力。

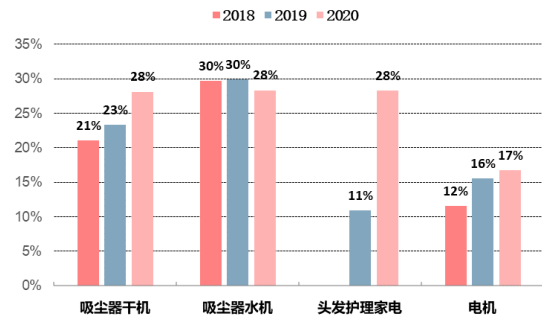
**拆分各品类盈利能力：**伴随吸尘机干机 20 年价格回升，目前吸尘器干机、水机品类毛利率基本持平，均维持在 28% 左右；与此同时，受品类中高毛利风梳产品比例增大以及品类营收规模扩大的影响，头发护理家代工业务 20 年毛利率较 19 年提升 17pct 至 28%。

图表 5：2018-2021 年公司综合毛利率变动



资料来源：wind 中信建投

图表 6：2018-2020 年公司各品类毛利率变动



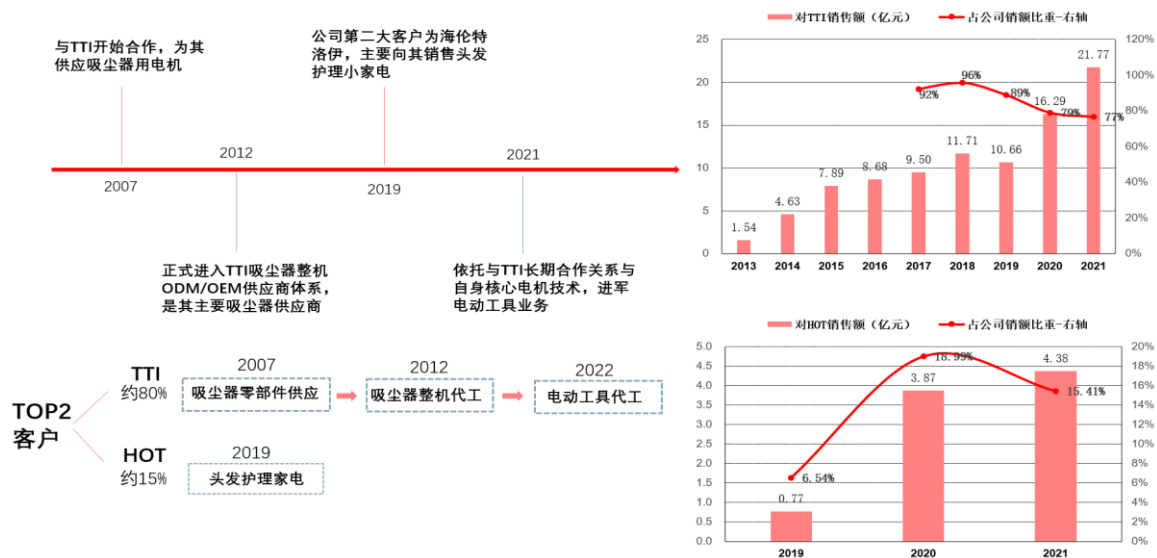
资料来源：wind 中信建投

## 传统家电业务：深度绑定 TTI，新品类、新客户拓展顺利

2007 年起，公司围绕核心客户 TTI 持续深耕。2007 年德昌正式与 TTI 建立合作关系为其供应吸尘器电机产品；2012 年，凭借自身较强成本控制与产品交付能力，公司从吸尘器零部件供应商逐步进入到 TTI 吸尘器整机 ODM/OEM 供应商体系；2021 年依托与 TTI 长期合作关系与自身核心电机技术，德昌切入空间更大的 TTI 电动工具代工体系。在近 15 年合作历程中，德昌聚焦 TTI 这一核心大客户资源，实现了从吸尘器零部件供应到整机代工，再到如今切入客户电动工具品类代工体系的稳步发展，与 TTI 关联销售额逐年稳步提升，截至 2021 年达 21.77 亿元，占公司年度总销额比例超 75%。

2019 年，德昌在核心客户 TTI 基础上再添新客户、新品类。2019 年公司开拓第二大客户 HOT，摆脱单一吸尘器品类限制，进军头发护理小家电代工业务。自 2019 年业务开拓以来，公司对 HOT 销售额逐年扩大，至 2021 年公司该项业务营收规模已突破 4.38 亿元，占年度总销额比重为 15.41%，仅次于 TTI 订单规模。

图表 7：德昌股份与下游客户合作进程



资料来源：公司招股书、TTI 公告 中信建投

历经多年业务拓展，目前公司在家电板块围绕 TTI、HOT 两大客户形成了吸尘器整机、电动工具以及头发护理家电三大品类代工业务。

拆分来看：

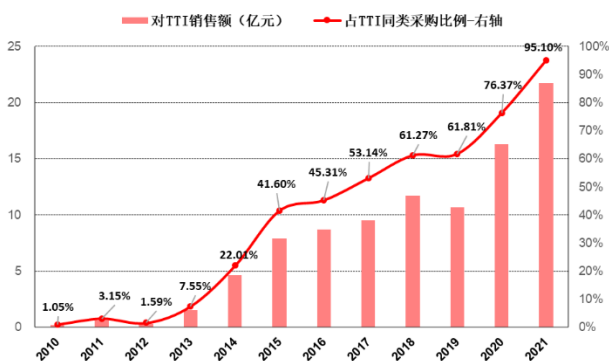
## （一）吸尘器整机代工：核心客户资源与专一品类生产优势共同构筑公司业务

### 基本盘

德昌目前已经成为 TTI 地板护理业务最大代工服务提供商。自 2012 年切入 TTI 吸尘器整机代工体系，随着公司在产品质量、成本控制、产品交付等方面能力的不断提高，TTI 持续提升对公司采购规模，公司在 TTI 地板护理业务同类产品采购中所占比例亦不断增加。根据公司招股书数据，TTI 吸尘器终端零售价格约为德昌出厂单品均价 3.5 倍左右，依此测算，2021 年德昌所提供吸尘器占 TTI 同类采购比例超 95%，是其在这一品类的最大代工服务提供商。

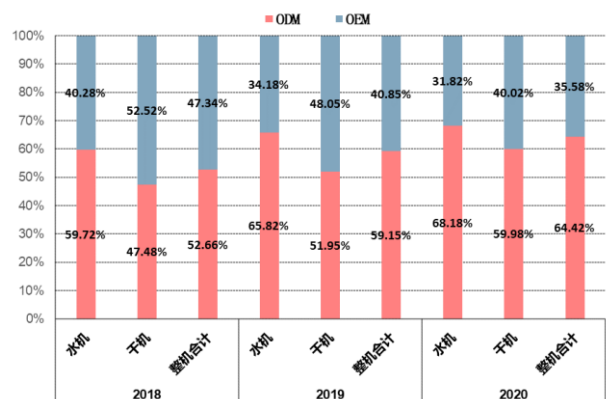
与此同时，公司与 TTI 业务往来中 ODM 占比逐渐增加，双方合作深度进一步提升。合作初期，公司主要承接 TTI 已经定型的产品，即通过 OEM 方式进行生产。近年来伴随德昌业务能力的不断提升，TTI 逐步将产品、样图设计环节交由公司负责，双方合作模式中 ODM 占比持续增加。2018-2020 年三年间吸尘器整机 ODM 营收占比从 52.66%提升至 64.42%，其中技术附加值更高的水机品类 ODM 占比从 25.27%提升至 36.97%。

图表 8：公司对 TTI 销售额与占其地板护理业务采购比重



资料来源：公司招股书、TTI 年报 中信建投

图表 9：2018-2020 年德昌与 TTI 合作模式

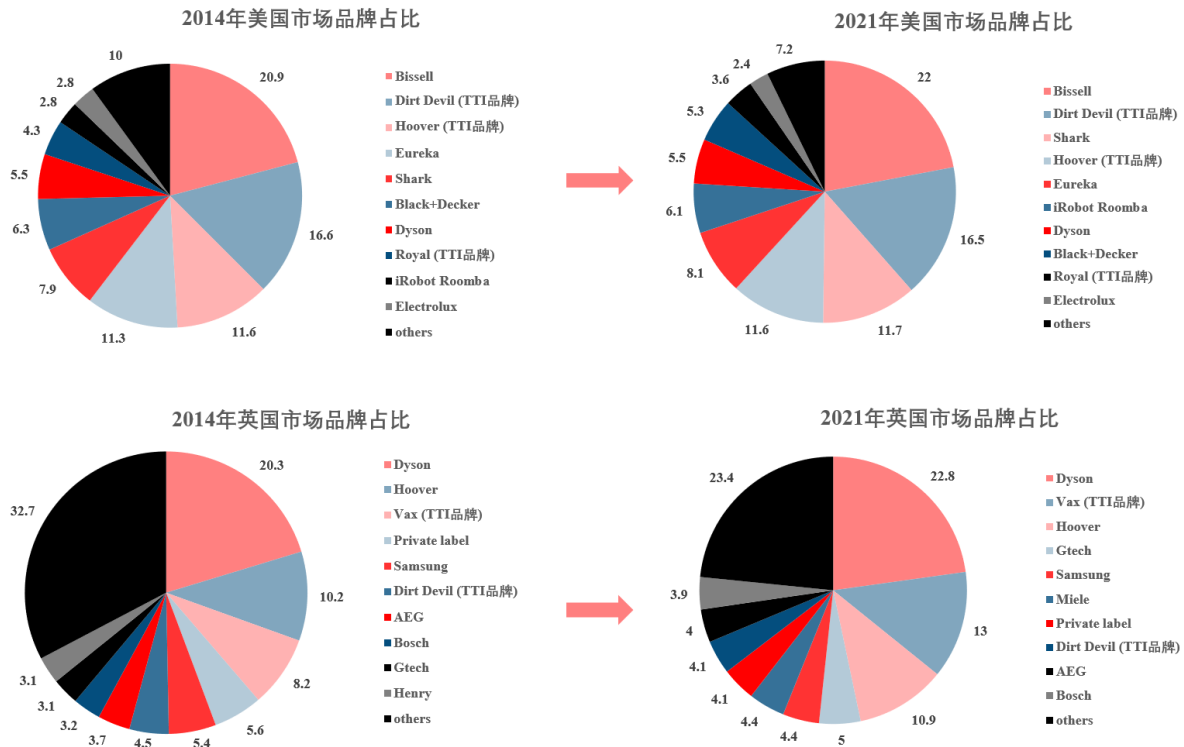


资料来源：公司招股书 中信建投

双方稳固合作基础上，TTI 在吸尘器领域稳固市场地位为公司长期订单获取提供有力保障。过去数年，TTI 通过并购等措施将多个知名吸尘器品牌纳入自身品牌矩阵，目前其在吸尘器主阵地英美市场已经居于明显领先地位，2021 年 TTI 在英国和美国份额分别为 28.0%、30.3%，均位居市场第一位。此外，吸尘器在欧美市场作为一个非常成熟的家电品类，目前已经形成较为稳固的市场格局。2014 年至今，头部品牌基本固定且份额亦保持相对稳定。从 TTI 自身地板护理业务对外销售额来看，2010 年至今亦基本稳定在 10-12 亿美元的水平。因而，我们判断公司大客户 TTI 在吸尘器领域的市场规模与地位未来仍将维持强势，公司吸尘器整机代工业务有望维

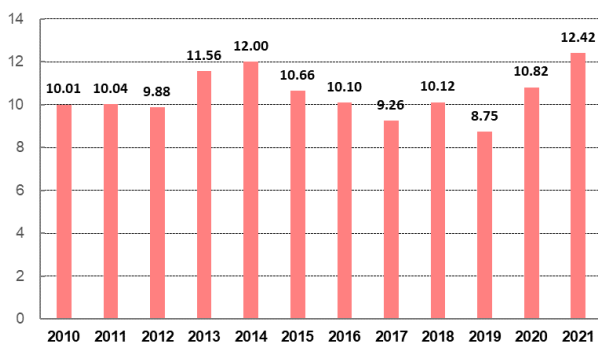
持长期稳健发展。

图表 10：英美吸尘器市场 2014 及 2021 年头部品牌及对应市场份额



资料来源：公司招股书、TTI 公告 中信建投

图表 11：2010-2021 年 TTI 地板护理业务对外销售额



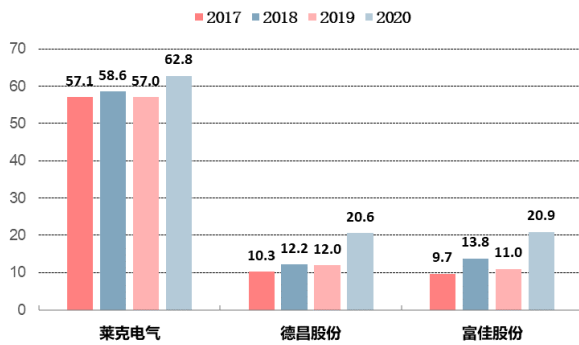
资料来源：公司招股书、TTI 年报 中信建投

客户资源优势之外，公司在专一品类上的制造优势亦为吸尘器整机代工业务构筑较深壁垒。

首先，在立式吸尘器单一品类生产上具备较强规模化生产优势。对比同是从事小家电代工业务的莱克电气、

富佳股份，德昌股份在营收规模方面并不具备明显优势，然而，德昌股份深度聚焦立式吸尘器整机代工，单一品类销售额占公司总营收比重接近 80%，围绕单一品类形成相对较强的规模化优势。

图表 12：德昌、莱客电气、富佳股份营收规模对比



资料来源：新浪财经 中信建投

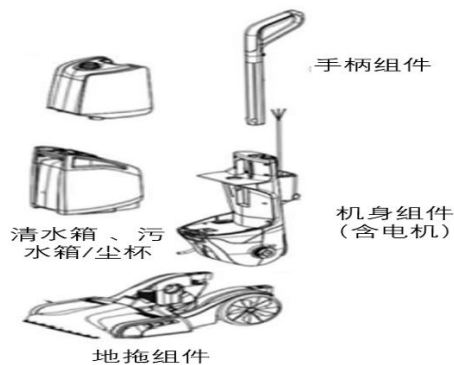
图表 13：德昌、莱客电气、富佳股份营收规模对比

公司	主要覆盖品类
德昌股份	立式吸尘器（占比约 80%）、头发护理家电（美发梳、吹风机，合计占比 15%）
莱克电气	室内清洁健康电器（吸尘器、空气净化器等）、室外环境清洁电器（割草机、打草机等）、品质生活电器（挂烫机、加湿器、净水机等）
富佳股份	吸尘器（包含立式、手持式、卧式、车载式等涵盖家用、车用、商用等多种应用场景的高效分离无线或有线吸尘器）、多功能无线拖把、智能扫地机器人、电动清洗机、水下无人机、宠物喂食器等

资料来源：公司公告、招股书 中信建投

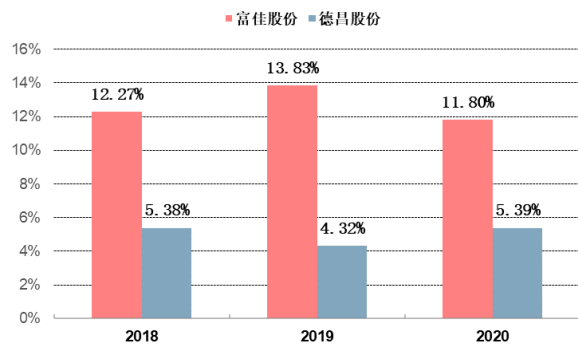
另一方面，围绕立式吸尘器已经具备整机全环节的制造能力。通过持续有效地整合供应链，公司自我配套能力不断增强，目前已经形成核心部件研发与自制、模具设计与制造、产品开发与设计、整机组装等完整的业务体系，近年外协加工费用占营业成本比例始终维持在 5%及以下。立式吸尘器中所包含的核心部件①集尘组件（干机为尘杯，水机为清水箱、污水箱）②地拖组件③手柄组件④机身组件（含电机）公司均通过自产方式进行制造，控制成本端的同时亦有效保证了公司产品技术和质量在行业内的领先性。

图表 14：立式吸尘器核心零部件



资料来源：公司招股书 中信建投

图表 15：德昌与富佳外协加工费用及占营业成本比重



资料来源：公司招股书 中信建投

总结：一方面，多年业务联系使得德昌与吸尘器巨头品牌 TTI 已建立稳固合作关系，核心客户资源优势明显；另一方面，德昌在立式吸尘器这一品类上已经形成较强制造优势，为自身代工业务构筑了一定壁垒。因此，我们判断，吸尘器整机代作为公司传统核心业务，未来仍将保持稳健发展，构成公司业务经营的基本盘。

## （二）园林电动工具代工业务：依托大客户 TTI 切入全新品类，核心电机技术可实现有效迁移

公司所研制的园林电动工具产品已经获得客户 TTI 认可，预计可在 2022 年实现量产销售。探究公司在这一

品类上的竞争优势，核心于其成熟电机生产技术与优质客户资源。

首先，从公司自身技术实力来看，电动工具与吸尘器底层技术相通，公司核心电机优势可实现有效迁移。相比公司传统吸尘器品类，园林电动工具尽管在外观，部件组成、应用场景等方面存在不同，但电机（包含有刷电机、无刷电机）在两品类中均是作为核心部件，同时也是影响产品性能、使用寿命等指标的关键所在。以某品牌电链锯为例，除去链条、把手、挡板等非核心部件外，核心零部件仅包含锂电电池与无刷电机。

图表 16：电链锯产品部件构成



资料来源：京东商城 中信建投

作为电机业务起家的小家电代工企业，德昌在数年经营发展中围绕电机已积累较为强大的技术优势。公司产品相较同行业在设计优化、能源功耗、产品寿命、噪声控制等方面皆处于行业领先水平，截至 2021 年年末，公司共有发明专利 19 项、实用新型专利 113 项，处于行业领先水平。我们判断，基于吸尘器与电动工具底层技术存在的部分共通性，公司已有的核心电机技术有望顺利迁移至电动工具品类，从而为德昌在产品端打造较强竞争优势。

图表 17：公司部分电机产品与核心专利展示

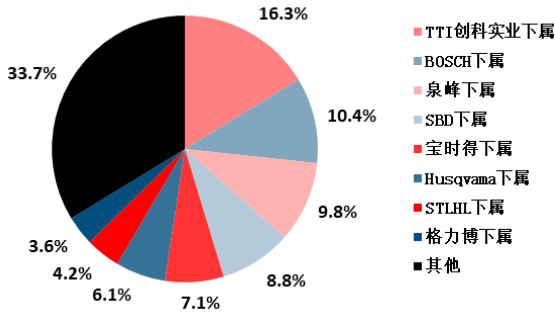
公司部分电机产品示意图		序号	专利名称	序号	专利名称
		1	吸尘器电机压装装置及压装方法	14	一种低振动电机
		2	一种速装电机	15	一种防水电机
		3	一种具备稳定导风能力的电机	16	吸尘器电机结构
		4	一种电机转子滴漆机的滴漆部结构	17	一种带有工字式快装结构的电机
		5	一种电机换向器连续焊接装置	18	一种无刷电机定子及机壳部结构
		6	一种助力转向电机结构	19	一种低噪音吸尘器电机组件
		7	一种电机定子结构	20	一种电机定子槽用绝缘件
		8	一种电机内部组件结构	21	一种电机线圈头理线板
		9	一种分体导风轮电机结构	22	一种电机线圈头理线结构
		10	一种电机导风部件结构	23	一种安装有转子位置传感器的直流电机
		11	一种具有高装配精度的电机结构	24	一种干湿两用直流电机机构
		12	一种电机定子部结构	25	一种电机转子
		13	一种高稳高效电机		

资料来源：公司招股书、公司 2021 年年报 中信建投

此外，从客户资源角度来看，一方面，此前公司与 TTI 在吸尘器整机代工上已有数年业务联系，在原有合作基础上进一步扩充电动园林工具业务极大减少了建立信任与业务磨合的过程，业务拓展节奏相对更快。

另一方面，TTI 旗下园林电动工具业务体量庞大，品牌与产品矩阵丰富，德昌未来业务拓展空间可期。TTI 作为公司园林电动工具大客户，根据 2020 年数据，其在全球电动 OPE 领域营收规模居市场第一位，份额高达 16.3%。如果市场维持现有格局，21 年 TTI 园林电动工具业务收入规模约为 8.97 亿美元，同时，根据 TTI 年报预测，预计 22 年行业规模将在 21 年基础上进一步提升 71%，据此推算 TTI 22 年这一业务收入规模将达 15.33 亿美元，超过 TTI 地板护理品业务收入规模。

图表 18：2020 年全球电动 OPE 市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文 中信建投

图表 19：2022 年 TTI 园林电动工具营收规模测算

	2021 年	2022 年
全球 OPE 市场空间	250.00	427.50
燃油	157.50	269.33
插电	30.00	51.30
电池	25.00	42.75
其他	37.50	64.13
电动 (=电池+插电)	55.00	94.05
TTI 电动园林工具业务收入	8.97	15.33

资料来源：公司招股书 中信建投

注：全球 OPE 市场空间行业增速为 71%；燃油比例不变；TTI 电动园林工具业务收入比例 16.30%

目前，TTI 围绕园林电动工具品类旗下拥有 RYOBI 与 Milwaukee 两大主力品牌，分别覆盖中低端与高端电动工具市场，囊括了包含链锯、剪草机、翻土机、吹风机、修草机等在内的丰富产品类型。2022 年，Ryobi 品牌将在原有产品线基础上推出 70 个新产品，Milwaukee 也会推出 15 个全新 OPE 产品。当前 TTI 围绕园林电动工具所形成的丰富品牌和产品矩阵亦为德昌未来业务拓展提供了充足空间。

图表 20：TTI 旗下 RYOBI 与 Milwaukee 两大品牌旗下产品序列

旗下品牌	MILWAUKEE	RYOBI
园艺电动工具		

资料来源：TTI 官网、2021 年年报 中信建投

### （三）头发护理家电代工：业务仍处放量阶段，新拓客户 HOT 合作空间大

2019 年，德昌正式开拓客户 HOT 头发护理家电代工业务，服务 HOT 旗下 Revlon、HotTools 等个人护理家

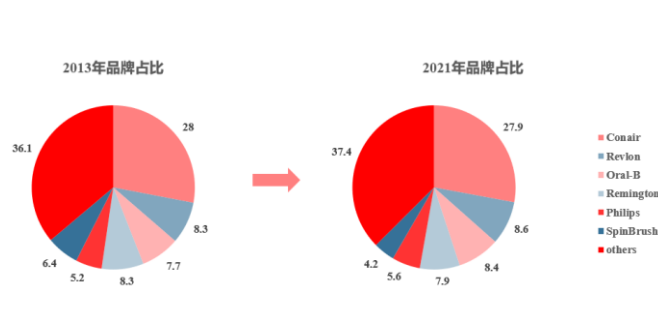
电品牌，目前主要覆盖美发梳、吹风机品类。

目前公司这一业务正处于快速放量阶段，占客户采购比例仍有提升空间。自 2019 年拓展这一业务以来，公司头发护理家电品类营收快速提升，截至 2021 年，对应销售规模已达 4.38 亿元，占营收比重超 15%，但从客户采购比例来看，仍有较大提升空间。以 2021 年情况为例，HOT 旗下个人护理业务营收额约为 31.3 亿元，结合亚马逊终端零售数据进行粗略测算，Revlon 与 hottools 两品牌美发梳和吹风机品类零售端均价与代工出厂均价之间比值约为 3.74，德昌所提供头部护理家电产品占 HOT 同类采购比例约为 50%，整体仍有可观提升空间。

**募投项目助力产能扩充，打破业务扩张瓶颈。**近年伴随 HOT 订单数额激增，公司小家电产能压力逐步显现，2019-2020 年头发护理家电品类产能利用率分别为 100.14%、103.65%，产能受限一定程度上限制了业务规模的进一步扩大。此次募投项目中“宁波德昌科技有限公司年产 734 万台小家电产品建设项目”将在 2 年内利用现有厂房对现有生产线进行技术改造，并将新建生产厂房用以扩大各类小家电的生产规模。募投项目建成后将极大缓解当前产能压力，助力公司业务规模的持续扩张。

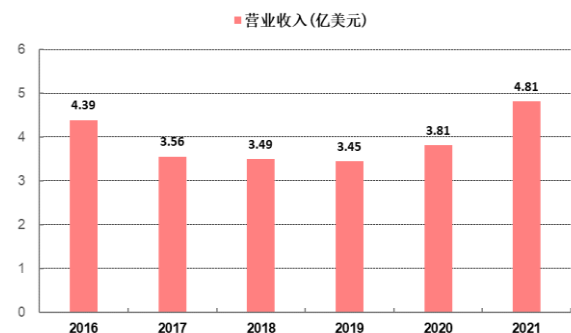
**长期视角下，成熟且格局稳定的美国个护市场有望充分保障德昌业务订单。**当前阶段，美国个人护理小家电市场已经较为成熟，格局基本稳固，2014-2021 年间 HOT 旗下个护品牌 Revlon 市场份额维持在 8% 左右，稳居市场第二位。HOT 旗下 Beauty 项（主要包含各类个人护理产品）营收除 2021 年营收出现大幅增长外，2015 年-2020 年基本维持在 3.8-4 亿美元水平，整体较为平稳。基于此，我们判断未来德昌头发护理小家电代工业务订单规模骤然下降的可能性不大，有望为公司贡献长期稳健业绩。

图表 21：2014 与 2021 年美国个护市场竞争格局



资料来源：Euromonitor 中信建投

图表 22：2016-2021 年 HOT 美妆护理板块营业收入



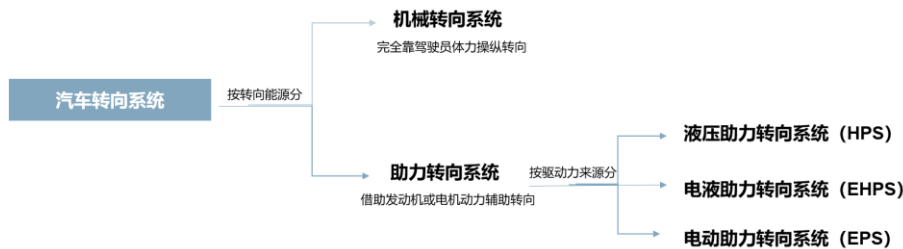
资料来源：HOT 年报 中信建投

## EPS 无刷电机业务：国产替代浪潮下公司业务放量可期

**EPS 系统作用于汽车转向环节，性能表现优异。**汽车转向系统核心作用在于根据驾驶者驾驶意图控制汽车行驶方向。从其分类来看，根据能源动力的不同可分为机械转向系统和助力转向系统，前者需要完全依靠人力操纵，后者则依靠电力或燃油动力辅助操作。助力转向系统根据动力源又可进一步区分为液压助力转向系统（HPS）、电液助力转向系统（EHPS）、电动助力转向系统（EPS）。

对比其他助力转向系统，EPS 系统综合表现更为优异。一方面，其以电动机为动力，能够根据转向需求进行工作状态调整，无需转向时即停止工作，具有更强的经济性；另一方面，相比传统液压助力系统构成更为简单，不存在油管、油泵等复杂元件。

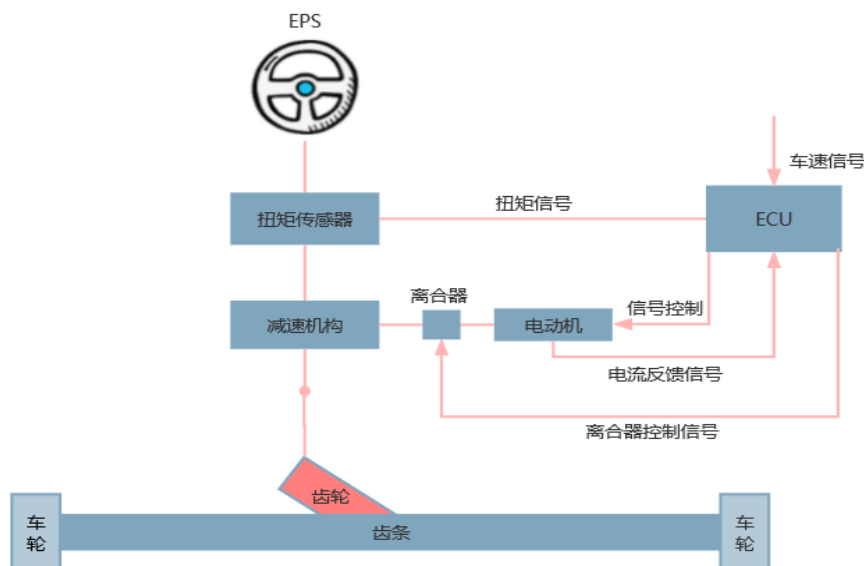
图表 23：汽车转向系统分类



资料来源：汽车维修技术网 中信建投

EPS 电机是组成 EPS 系统的核心部件。根据 EPS 系统的工作原理，ECU 首先依据方向盘发出的扭矩与转向信号决定电机的助力电流，最终依靠 EPS 电机为转向轮提供转向助力，因此作为动力元件的电机本身性能将很大程度上影响 EPS 系统表现与驾驶体验。

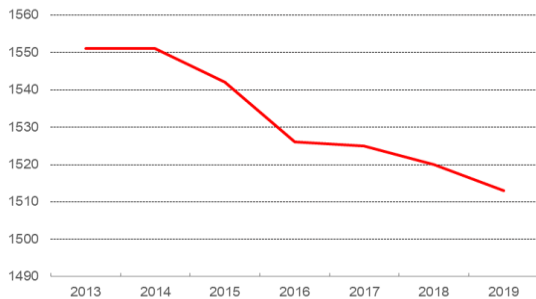
图表 24：EPS 系统工作原理



资料来源：头豹研究院 中信建投

EPS 电机可进一步区分为有刷和无刷电机，前者优势在于成本相对低廉，但存在易磨损、易产生电磁干扰与噪声等弊端，后者针对有刷电机的缺陷进行了相应优化，显著增强了电机运行状态的稳定性以及装配车辆后的安全性。根据智妍咨询的数据，近年由于无刷电机技术的逐步成熟，市场均价呈现稳步下行的趋势，目前无刷电机已经成为 EPS 电机最主要的类型。

图表 25: 2013-2019 年中国汽车 EPS 行业产品平均价格走势

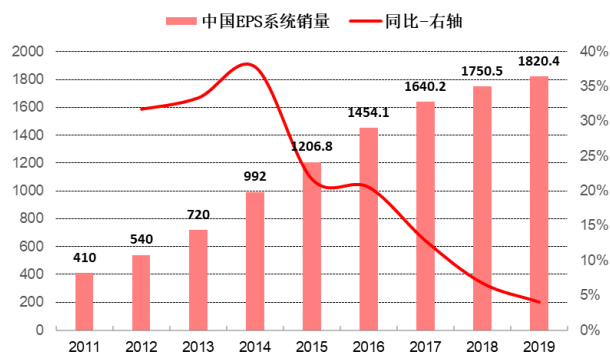


资料来源: 智妍咨询 中信建投

市场规模方面, 我国汽车 EPS 系统装配率逐年稳步提升, 对应 EPS 电机需求规模逐年扩大。技术逐步成熟的大趋势下, 我国 EPS 系统汽车装配量逐年提升, 2011 年我国汽车 EPS 系统销量约为 410 万套, 至 2019 年已达到 1820.4 万套, 复合增长率超过 20%。但对比欧美发达地区, 我国汽车 EPS 系统装配率仍有提升空间, 2021 年我国装配率约为 66%, 同期欧美地区均在 80% 以上。

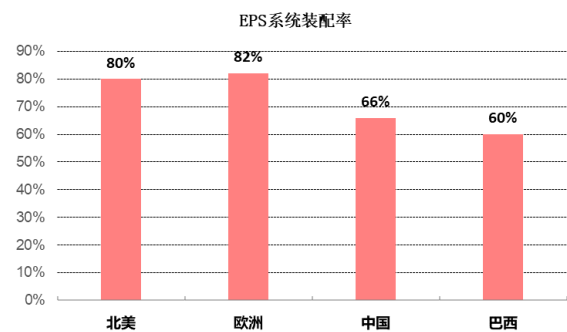
对应到 EPS 电机, 在 EPS 系统销量的带动下其市场规模在近年持续攀升, 2010 年市场总规模约为 10 亿元, 至 2018 年已达 45.5 亿元, 伴随我国 EPS 系统装配率的持续提升, EPS 电机市场仍有进一步扩容的空间。

图表 26: 我国 EPS 系统销量 (万台) 及增速



资料来源: 智妍咨询 中信建投

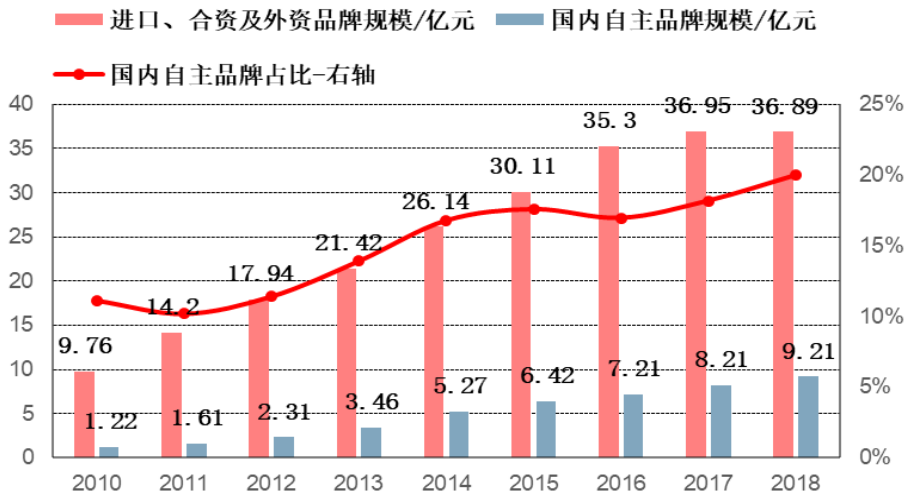
图表 27: 中国、欧洲、北美、巴西地区 EPS 系统装配率



资料来源: 头豹研究院 中信建投

从当前竞争格局来看, EPS 电机外资品牌仍占据主导地位。根据智妍咨询的数据, 尽管近年来国内厂商电机技术逐步成熟, EPS 电机市场中内资品牌的占比有所提升, 但是截止到 2018 年, 我国国内自主品牌市场份额仍在 20% 以下, 国际大牌企业约占据 80% 的市场份额, 仍然居于明显的主导地位。

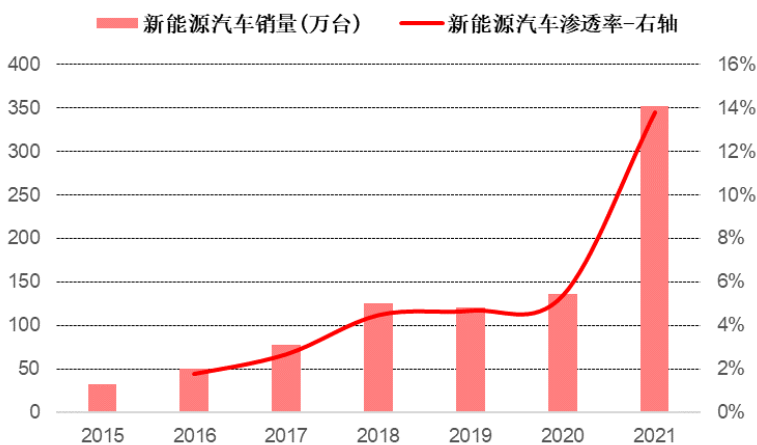
图表 28：我国 EPS 电机市场内资与外资品牌份额



资料来源：智研咨询 中信建投

新能源汽车崛起引发供应商体系重塑，内资 EPS 电机品牌迎来“弯道超车”机遇。在近年汽车电动化的大趋势下，包含新势力在内的诸多新能源汽车厂商迅速崛起。整车领域新品牌、新车型的大量涌现也为内资零部件供应商开拓客户、打破传统外资品牌垄断格局提供了可能，此外，当前国内的技术领先厂商已经基本具备与国际厂商可比的产品研发能力，未来有望凭借更高性价比与更快的响应速度实现对外资份额的进一步抢占。

图表 29：我国新能源汽车销量与渗透率



资料来源：中国汽车协会 中信建投

国产替代新趋势下，德昌持续发力 EPS 电机业务，未来有望打开可观业务空间。自 2017 年布局 EPS 电机这一战略性业务以来，公司在该方面持续投入大量资源，根据公司招股书的数据，2018-2020 年间，用于 EPS 电机项目的土地、厂房、设备等硬件设施账面金额从 2017 年的 33.12 万元上升到 2020 年的 8511.58 万元，研发费用及研发人员也不断上升，围绕 EPS 无刷电机生产已经投资建设了两条由专用设备组成的专用生产线和全套检验设备，并建成数字化无人车间、实现注塑流程、无刷电机制造的全自动化。

**图表 30：2018-2020 年公司用于 EPS 电机项目的投入**

项目	2020 年	2019 年	2018 年
硬件设施 (万元)	8511.58	8322.48	7114.99
研发费用 (万元)	943.07	765.54	472.90
研发人员 (人)	270	20	13

资料来源：弗若斯特沙利文 中信建投

从德昌当前业务进展来看，公司目前是国内少数具备 EPS 无刷电机量产能力的本土品牌，凭借领先技术、工艺水平和专用生产线及全套检验设备的完备，公司与舍弗勒、采埃孚、耐世特等国际知名 EPS 系统一级供应商合作研发试样了多款型号的电机，同时成功实现了与上汽、奇瑞、长城、长安、比亚迪等自主品牌整车企业的 13 个型号项目的定点，若后续该等项目能够在其产品生命周期内顺利实施，预计可实现累计 2300 万台的销量。

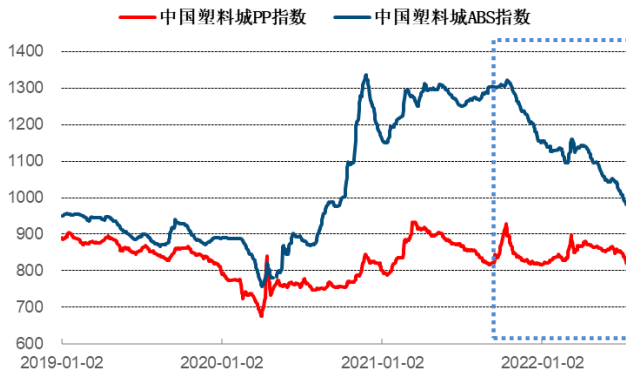
此外，根据公司在 22 年 7 月 15 日发布的公告，全资子公司宁波德昌科技有限公司近日收到了采埃孚的《定点通知书》，选择公司作为其某国内整车厂的 EPS 转向系统电机的零部件供应商。根据客户规划，该项目生命周期为 4 年，生命周期总金额超过人民币 2 亿元，预计 2023 年 8 月开始量产。

## 投资建议

营收端传统小家电代工业务中①吸尘器整机（包含洗地机、干机品类）代工业务目前依托于大客户 TTI，考虑到 22 年海外市场通胀压力以及上年外销高基数，今年吸尘器整机代工业务或略有下滑，预计 22-24 年增速分别为-5%/3%/3.9%；②头发护理小家电代工业务目前仍处于放量阶段，伴随产能提升业务规模仍有可观提升空间，预计 22-24 年增速分别为 8%/10%/10%。③园林电动工具业务预计 2022 年将实现销售收入。④EPS 无刷电机业务短期内有望实现爆发，预计 22 年将在 21 年 370 万元收入基础上进一步提升，23 年伴随订单量产有望实现业绩放量。

原材料价格回落有望减弱成本端压力。从公司原材料采购种类来看，目前主要包含 ABS 类塑料粒子、PP 类塑料粒子、电源线、软管、轴承，合计占营业成本比重约 30%-40%。从 ABS 和 PP 塑料价格指数的走势看，两指数自 2021Q3 达到高位以来均出现了一定回落。预计伴随原材料价格的高位回落，公司成本端压力有望得到缓解。汇率端人民币贬值趋势利好公司业务。作为小家电代工企业，公司主要客户均为海外品牌，订单均以美元计价，自 4 月底以来的人民币汇率贬值趋势将在一定程度利好公司业绩。

图表 31: ABS 和 PP 塑料价格指数



资料来源: wind 中信建投

图表 32: 美元兑人民币汇率



资料来源: wind 中信建投

传统小家电代工业务方面公司依托核心客户持续扩展业务版图，与此同时，新拓汽车零部件业务的放量有望开辟公司的第二增长曲线。我们预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 28.67/33.21/36.52 亿元，同比增长 0.9%/15.8%/10.0%；归母净利润 4.37/4.83/5.24 亿元，同比 45.3%/10.5%/8.5%，对应 PE 分别为 15.4/14.0/12.9 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

业务拓展不及预期、原材料价格上升、行业增速不及预期等。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1406	3168	2491	2892	3435
现金	299	1813	2054	2292	2921
应收票据及应收账款合计	752	855	0	0	0
其他应收款	44	22	44	32	52
预付账款	23	19	24	26	29
存货	256	333	243	416	307
其他流动资产	32	126	126	126	126
<b>非流动资产</b>	432	516	468	504	515
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	293	280	260	299	311
无形资产	70	112	131	145	161
其他非流动资产	70	124	76	60	43
<b>资产总计</b>	1838	3684	2959	3395	3950
<b>流动负债</b>	1250	1320	227	201	237
短期借款	128	63	63	63	63
应付票据及应付账款合计	950	1113	0	0	0
其他流动负债	172	144	164	139	175
<b>非流动负债</b>	83	71	63	62	56
长期借款	70	30	22	21	15
其他非流动负债	13	41	41	41	41
<b>负债合计</b>	1333	1391	291	263	294
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	140	190	266	266	266
资本公积	43	1480	1404	1404	1404
留存收益	323	624	1037	1486	1964
归属母公司股东权益	505	2292	2668	3132	3656
<b>负债和股东权益</b>	1838	3684	2959	3395	3950

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	109	235	257	309	702
净利润	304	301	437	483	524
折旧摊销	47	57	49	55	63
财务费用	72	23	-101	-29	-14
投资损失	-15	-26	-6	-8	-14
经营性应收项目的减少	-605	-116	850	-2	-3
经营性应付项目的增加	470	63	-1075	-27	36
其他经营现金流	307	-4	-972	-190	145
<b>投资活动现金流</b>	-96	-158	-25	-77	-52
资本支出	158	107	-13	36	12
长期投资	71	-53	0	0	0
其他投资现金流	132	-105	-38	-41	-41
<b>筹资活动现金流</b>	46	1370	8	6	-21
短期借款	61	-66	0	0	0
长期借款	2	-40	-8	-1	-6
普通股增加	0	50	76	0	0
资本公积增加	0	1437	-76	0	0
其他筹资现金流	-17	-12	16	7	-15
<b>现金净增加额</b>	52	1436	241	238	629

资料来源: 公司公告, 中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2065	2842	2867	3321	3652
营业成本	1508	2292	2241	2562	2812
营业税金及附加	8	13	17	19	18
销售费用	7	9	13	11	12
管理费用	68	111	109	105	126
研发费用	73	98	97	115	129
财务费用	72	23	-101	-29	-14
资产减值损失	-2	-3	7	6	1
公允价值变动收益	22	3	5	7	9
其他收益	3	10	4	4	5
投资净收益	15	26	6	8	14
<b>营业利润</b>	356	330	502	553	599
营业外收入	0	11	5	6	6
营业外支出	1	2	1	2	2
<b>利润总额</b>	355	339	505	558	603
所得税	51	38	68	75	79
<b>净利润</b>	304	301	437	483	524
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	304	301	437	483	524
EBITDA	405	347	501	552	592
EPS (元)	2.17	1.58	1.64	1.81	1.97

### 主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	71.9	37.6	0.9	15.8	10.0
营业利润(%)	112.8	-7.2	51.8	10.3	8.3
归属于母公司净利润(%)	103.1	-1.1	45.3	10.5	8.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.0	19.3	21.9	22.8	23.0
净利率(%)	14.7	10.6	15.2	14.5	14.3
ROE(%)	60.2	13.1	16.4	15.5	14.5
ROIC(%)	80.6	53.8	67.1	53.5	69.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	72.5	37.8	9.8	7.8	7.4
净负债比率(%)	-17.0	-74.0	-73.7	-70.5	-78.4
流动比率	1.1	2.4	11.0	14.4	14.5
速动比率	0.9	2.1	9.9	12.3	13.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.1	3.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.7	4.5	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.17	1.58	1.64	1.81	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.17	0.97	1.16	2.64
每股净资产(最新摊薄)	3.61	12.07	10.01	11.74	13.60
<b>估值比率</b>					
P/E	11.7	16.0	15.4	14.0	12.9
P/B	7.0	2.1	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	16.4	14.2	9.3	8.0	6.4

## 分析师介绍

**马王杰：**上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队

**翟延杰：**家用电器行业研究员，北京大学金融硕士，专注于白色家电、厨电及小家电新消费等产业链研究。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话: (8610) 8513-0588  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号  
 南塔 2106 室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路 6003 号荣超商务  
 中心 B 座 22 层  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk