

德昌股份 (605555.SH)

“汽零+家电制造”双轮驱动，电机优势打开成长天花板

公司在家电代工基本盘稳固的基础上，依托有刷电机领域的研发积累，切入汽车 EPS 电机领域，形成了小家电代工与汽车零部件双轮驱动的业务布局。在小家电代工领域，公司有望凭借优质的供应链能力不断拓展新品类与新客户；在 EPS 电机领域，公司与 Tier 1 供应商及整车厂的定点项目也取得积极进展，随着募投产能落地，后续有望进入快速放量阶段，业绩弹性值得期待。

- “小家电代工+汽车零部件”双轮驱动，围绕电机优势拓展业务边界。公司成立于 2002 年，起家于小家电电机生产，凭借宁波地区突出的塑料行业优势和港口优势，发展出面向海外的小家电代工业务；2017 年开始，公司切入汽车 EPS 无刷电机领域，并于近年来获得多个客户的定点项目。公司近年来实现快速发展，2017-2021 年收入由 10.3 亿元增长至 28.4 亿元，CAGR 高达 28.9%；归母净利润由 1.0 亿元增长至 3.0 亿元，CAGR 高达 31.1%。
- 优质供应链+绑定大客户，公司小家电代工业务兼具稳定与弹性。随着中小代工厂出清、部分优质代工企业转型自有品牌叠加品牌商的供应链整合趋势，小家电代工行业的集中度有望提升，具备优质供应链能力的企业将持续受益。短期维度来看，在关税豁免、人民币贬值及原材料降价背景下，公司的小家电代工业务有望迎来盈利拐点；长期维度来看，公司在与 TTI 长达 15 年的合作中，锤炼出优质的供应链能力，具备持续拓展代工品类的潜质，我们判断与 HOT 的个护品类合作、与 TTI 的园林工具合作将成为新的业务增长点。
- EPS 电机国产替代进行时，公司积极布局放量可期。EPS 无刷电机凭借优异的性能表现已经成为汽车转向系统的主流选择，据测算 2025 年国内市场规模有望突破 60 亿元，但是目前国产化率仍处于 20%左右的较低水平，中长期维度上考虑到性价比优势与自主品牌车企供应链安全，国产替代将是大势所趋。公司积极投入研发资源实现技术突破，在客户储备上也不断取得积极进展，随募投产能落地有望迎来放量，成为公司业绩的重要弹性来源。
- 首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 30.19/36.38/42.89 亿元，分别同比+6%/20%/18%；实现归母净利润 3.99/5.01/6.09 亿元，分别同比+33%/25%/22%。当前股价对应 PE 分别为 16.9/13.5/11.1 倍。考虑到公司家电代工基本盘稳健，利润具备修复弹性，同时 EPS 电机业务发展前景向好，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：海外代工订单及 EPS 电机销量不及预期，中美贸易摩擦造成关税风险，汇率及原材料价格大幅波动等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2065	2842	3019	3638	4289
同比增长	72%	38%	6%	20%	18%
营业利润(百万元)	356	330	451	567	690
同比增长	113%	-7%	36%	26%	22%
归母净利润(百万元)	304	301	399	501	609
同比增长	103%	-1%	33%	25%	22%
每股收益(元)	1.14	1.13	1.50	1.88	2.29
PE	22.2	22.4	16.9	13.5	11.1
PB	13.3	2.9	3.4	2.8	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

消费品/家电

目标估值：NA

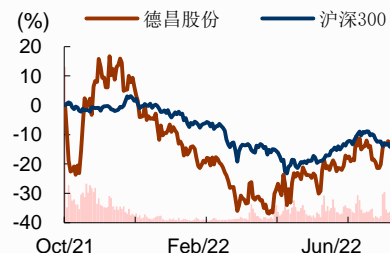
当前股价：25.34 元

基础数据

总股本(万股)	26597
已上市流通股(万股)	7000
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	8.8
ROE(TTM)	12.8
资产负债率	35.5%
主要股东	黄裕昌
主要股东持股比例	24.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-2	11
相对表现	6	10	29



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
- 陈东飞 S1090519070001
chendongfei@cmschina.com.cn
- 纪向阳 研究助理
jixiangyang@cmschina.com.cn
- 彭子豪 研究助理
pengzihao@cmschina.com.cn

正文目录

一、 德昌股份：小家电代工筑基，汽零业务打开长期空间.....	4
1、 从小家电代工到汽车零部件，公司数次转型拓宽业务边界.....	4
2、 实控人持股比例超 60%，核心团队拥有丰富的产业经验.....	5
3、 近年来营收与业绩实现快速增长，产品结构不断优化.....	6
二、 优质供应链+绑定大客户，公司小家电业务兼具稳定与弹性.....	8
1、 疫情催化下吸尘器需求稳定增长，代工行业集中度有望提升.....	8
2、 与 TTI 十五年长期合作经验，公司锤炼出优质供应链能力.....	9
3、 短期看业绩弹性恢复，长期看多元化小家电布局节奏.....	11
(1) 关税豁免+人民币贬值+原材料降价，有望增厚短期业绩.....	11
(2) 个护品类+园林工具，公司不断拓展小家电代工品类.....	13
三、 EPS 电机国产替代进行时，公司积极布局放量可期.....	14
1、 EPS 电机国产化率偏低，中长期国产替代空间极为广阔.....	14
2、 公司 EPS 电机业务厚积薄发，定点项目取得积极进展.....	17
四、 盈利预测与投资评级.....	19
1、 收入拆分与业绩预测.....	19
2、 估值对比与投资评级.....	20

图表目录

图 1: 德昌股份成立以来的发展历程.....	4
图 2: 德昌股份主要产品.....	4
图 3: 德昌股份实际控制人持股超 60%.....	5
图 4: 2017-2021 年公司收入 CAGR 高达 28.9%.....	6
图 5: 2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 高达 31.1%.....	6
图 6: 公司各业务收入占比结构持续多元化.....	6
图 7: 公司各业务中洗地机毛利率相对较高.....	6
图 8: 公司各项费用率控制良好.....	7
图 9: 公司盈利能力整体保持稳定.....	7
图 10: 公司经营活动净现金流情况表现良好.....	7
图 11: 公司收现比始终处于高位.....	7
图 12: 全球环境家居电器市场规模稳定增长.....	8
图 13: 疫情以来全球吸尘器销售量增速有所提升.....	8
图 14: 2014-2019 年美国吸尘器市场竞争格局保持稳定.....	8
图 15: 2014-2019 年英国吸尘器市场份额保持稳定.....	8
图 16: 中国吸尘器出口数量连年稳步增长 2007-2021 CAGR=5%.....	9
图 17: TTI 旗下吸尘器品牌收购历史.....	9
图 18: TTI 地板护理业务对外销售额长期稳定在 10 亿美元左右.....	10
图 19: 公司对 TTI 销售额保持稳定增长.....	10
图 20: 公司供应占 TTI 同类采购比例持续上升.....	10
图 21: 公司与 TTI 的合作模式.....	11
图 22: 公司吸尘器业务中 ODM 收入比例持续提升.....	11
图 23: 公司吸尘器电机几乎全部来源于自产.....	11
图 24: 2018 年以来公司吸尘器产品关税税率经历多次调整.....	12
图 25: 2022 年 Q2 以来人民币兑美元汇率有所贬值.....	12
图 26: 2022Q2 以来原材料价格有所下降.....	12
图 27: 全球个护小家电市场规模保持稳定增长.....	13
图 28: 2019 年以来公司头发护理家电收入快速增长.....	13
图 29: 全球割草机市场规模保持稳定增长.....	13
图 30: TTI 电动工具收入保持快速增长.....	13

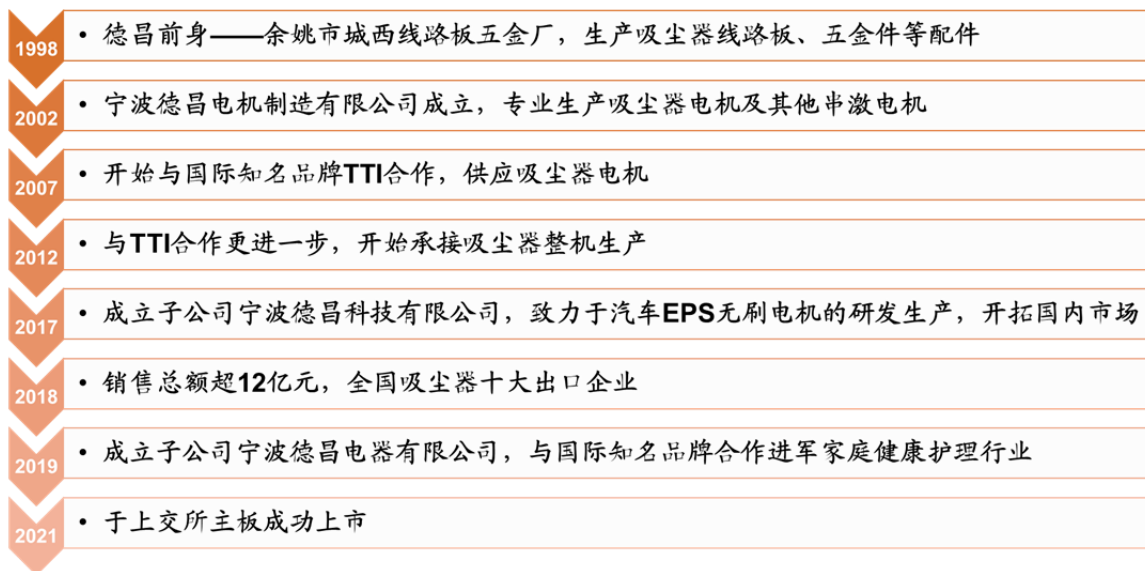
图 31: 汽车转向系统分为 HPS 与 EPS 两类.....	14
图 32: EPS 系统结构示意图.....	14
图 33: 全球 EPS 系统市场规模保持稳定.....	14
图 34: 国内 EPS 系统装车率快速提升.....	14
图 35: 国产品牌 EPS 电机销量占比较低.....	16
图 36: 国产品牌 EPS 电机销额占比较低.....	16
图 37: 国产品牌 EPS 电机较合资品牌具备价格优势.....	16
图 38: 公司用于 EPS 电机的固定自产快速增长.....	17
图 39: 公司 EPS 电机研发人员与研发费用快速增长.....	17
图 40: 国产品牌 EPS 电机较合资品牌具备价格优势.....	18
图 41: 德昌股份历史 PE Band.....	21
图 42: 德昌股份历史 PB Band.....	21
表 1: 德昌股份核心高管具备丰富的产业经验.....	5
表 2: TTI 旗下不同品牌定位及历史.....	10
表 3: 募投项目中的小家电产能项目.....	12
表 4: 有刷电机与无刷电机对比.....	15
表 5: 国内 EPS 电机市场空间测算.....	15
表 6: 公司 EPS 核心技术研发储备.....	17
表 7: 公司 IPO 募资中 EPS 电机相关项目.....	18
表 8: 公司分业务拆分及预测.....	19
表 9: 公司营业收入及营业成本预测.....	20
表 10: 公司各项期间费用率预测.....	20
表 11: 公司归母净利润及净利率预测.....	20
表 12: 小家电行业可比公司估值对比 (2022 年 7 月 20 日).....	21
表 13: 汽车零部件行业可比公司估值对比 (2022 年 7 月 20 日).....	21
附: 财务预测表.....	22

一、德昌股份：小家电代工筑基，汽零业务打开长期空间

1、从小家电代工到汽车零部件，公司数次转型拓宽业务边界

创业二十余载制造业转型升级，“小家电代工+汽车零部件”双轮驱动。德昌股份的前身是余姚市城西线路板五金厂，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在五金厂基础之上成立，专业生产小家电电机；2007年，公司开始向国际知名品牌TTI供应吸尘器电机；之后，公司借助宁波地区突出的塑料行业优势和港口优势，发展面向国际市场的小家电业务，并抓住TTI订单转移的契机，于2012年开始承接其吸尘器整机生产，双方合作规模在此后不断扩大；与此同时，公司凭借与TTI长期合作锤炼出的优质供应链将代工业务拓展至头发护理小家电领域，2019年开始向HOT供应美发梳与吹风机；另一方面，公司于2017年切入汽车用无刷电机的研发生产，并于2021年在客户拓展上取得积极进展。目前，公司已经形成了“以吸尘器为基础性业务、以多元小家电为成长性业务、以EPS电机为战略性业务”的多层次业务格局。

图 1：德昌股份成立以来的发展历程



资料来源：公司官网，公司招股书，招商证券

从产品端来看，公司目前共有小家电和汽车零部件两条主要产品线。小家电包括环境家居电器和头发护理电器：环境家居电器主要是吸尘器产品，按功能可以分为干机和水机两类，所服务的Hoover、Dirt Devil、Vax等品牌均为欧美知名品牌；头发护理电器包括美发梳与吹风机，主要服务于Revlon、Hot Tools等品牌。汽车零部件主要包括EPS电机和刹车电机，目前已经与部分知名整车厂和Tier 1供应商实现了多个型号项目的定点。

图 2：德昌股份主要产品

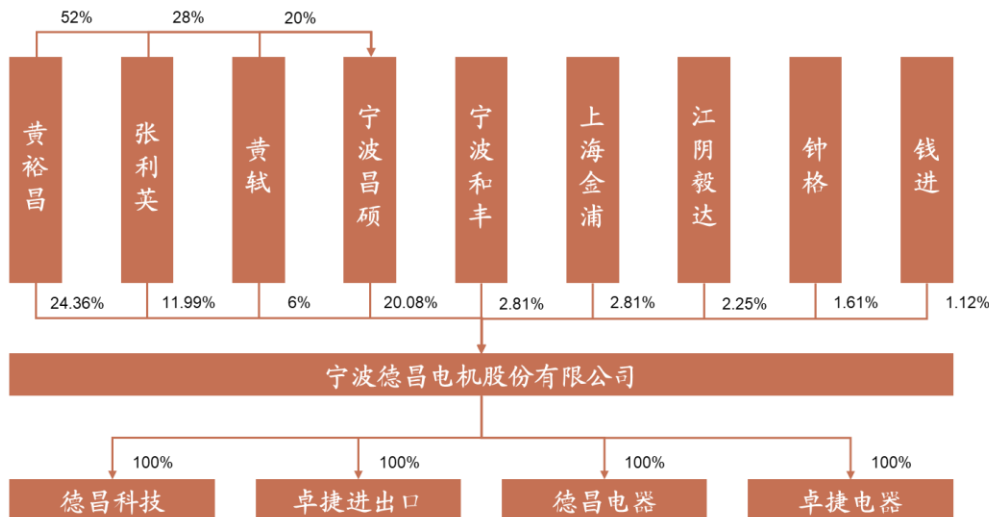


资料来源：公司官网，公司招股书，招商证券

2、实控人持股比例超 60%，核心团队拥有丰富的产业经验

公司股权结构较为集中，实际控制人持股比例超 60%。据 Wind 数据，公司实际控制人为黄裕昌、张利英与黄轼，其中黄裕昌与张利英系夫妻关系，黄轼为黄裕昌、张利英之子。公司实际控制人直接持有公司 42.35% 的股份，并通过宁波昌硕间接持有公司 20.08% 的股份，合计持股比例达到 62.43%。整体来看，公司股权集中度较高，实际控制人在公司实际生产经营中拥有较高话语权，有利于公司长期战略的稳定落地与健康发展。

图 3：德昌股份实际控制人持股超 60%



资料来源：Wind，招商证券

公司高级管理团队产业经验丰富，研发生产部门与大客户深度融合。据公司招股书，公司高管团队在各自领域均有丰富的工作经验，以研发与品质部门为例，研发总监 EuanMacleod 曾于 2001-2004 年任 Hoover 产品设计工程师，2007-2013 年任 TTI 高级经理；品质总监孙国洪则拥有近 10 年的 TTI 东莞工厂质量工程师工作经历；研发与品质部门高管长期的核心大客户工作经验有利于公司更加充分的理解客户需求，从而提供更优质的产品与服务。

表 1：德昌股份核心高管具备丰富的产业经验

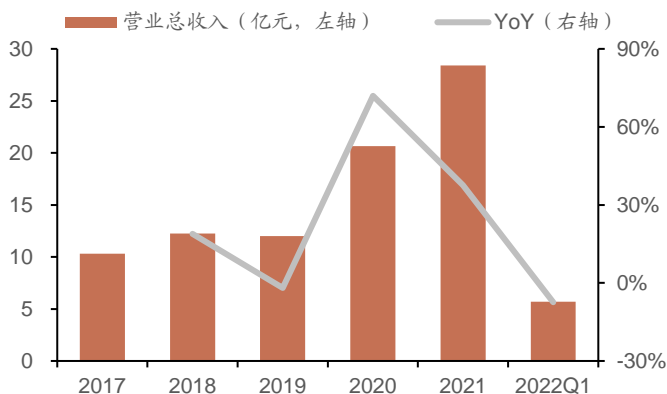
姓名	职务	工作经历
黄裕昌	董事长	现任宁波德昌电机股份董事长兼总经理。
张利英	董事	现任宁波德昌电机股份有限公司董事。
黄轼	董事，副总经理	2017 年 6 月开始在公司各部门进行轮岗；2019 年公司股改后至今担任公司董事；2022 年 4 月至今历任公司董事、副总经理。
齐晓琳	董事会秘书	2017 年 6 月至 2019 年 12 月，任宁波德昌电机制造有限公司行政主管；现任公司副总经理兼董事会秘书。
许海云	财务总监	1996 年 9 月至 2005 年 6 月任浙江舜康科技实业有限公司财务主管；2005 年 7 月至今任宁波德昌电机制造有限公司财务负责人。
EuanMacleod	研发总监	2001 年至 2005 年任 Hoover 产品设计工程师；2005 年-2007 年任 Chiaphua 产品设计经理；2007 年至 2013 年任 TTI 高级经理；2013 年至今任公司研发总监。
孙国洪	品质总监	2001 年 7 月至 2003 年 5 月任中国铁道部第四工程局技术员；2003 年 11 月至 2013 年 3 月任 TTI 东莞工厂质量工程师、品质经理；2013 年 4 月至今任公司品质总监。
张罗欢	技术总监	2000 年 5 月至 2001 年 9 月任宁波嘉庆科技技术开发部技术员；2001 年 10 月至 2003 年 2 月任宁波富城汽车零部件制造有限公司项目负责人；2003 年至 2012 年 5 月任宁波大华电器有限公司技术部经理和项目经理；2012 年 6 月至今任公司技术总监。

资料来源：公司招股书，招商证券

3、近年来营收与业绩实现快速增长，产品结构不断优化

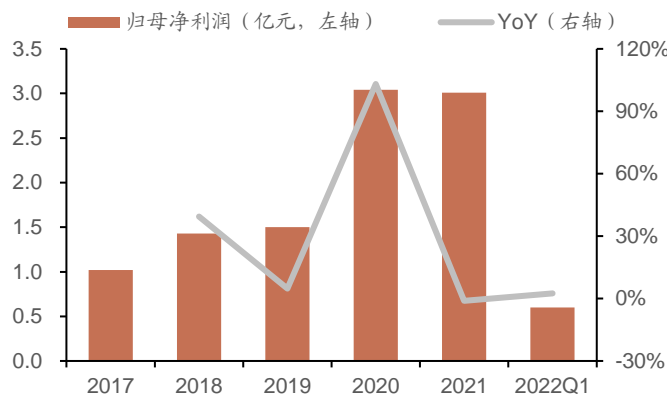
近年来公司实现快速发展，2017-2021 年收入与业绩 CAGR 均在 30%左右。2017-2021 年公司营业总收入由 10.3 亿元快速增长至 28.4 亿元，4 年 CAGR 高达 28.9%；随产品结构优化，归母净利润增速优于收入，由 1.0 亿元增长至 3.0 亿元，4 年 CAGR 高达 31.1%。2022 年 Q1，由于受到疫情影响，公司营业收入同比-7.4%略有下滑，但是公司通过优化产品结构，归母净利润同比+2.4%，经营环境承压之下依然实现正增长。

图 4：2017-2021 年公司收入 CAGR 高达 28.9%



资料来源：Wind，招商证券

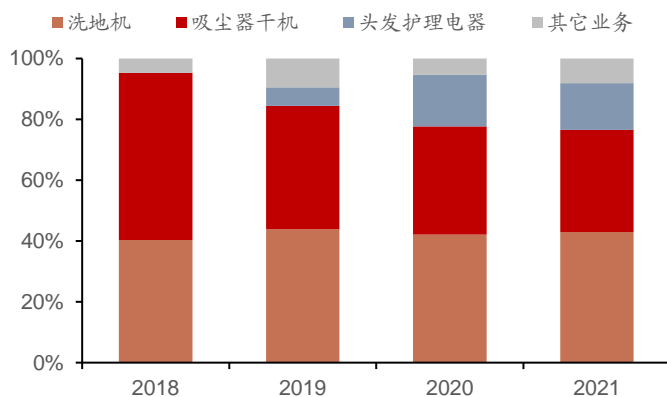
图 5：2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 高达 31.1%



资料来源：Wind，招商证券

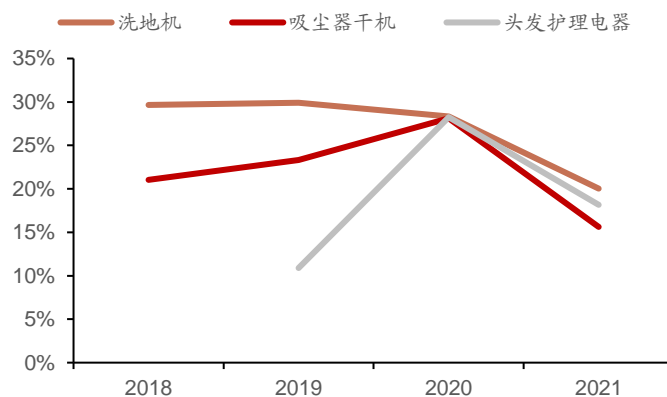
小家电代工构成公司主要收入来源，产品结构持续优化。吸尘器代工目前仍是公司最大的收入来源，2021 年吸尘器干机+水机合计贡献收入约 21.8 亿元，占比达到 76.5%，但较 2018 年的 95.3%已经有所下降；头发护理电器自 2019 年开始快速增长，由 0.7 亿元快速增长至 2021 年的 4.4 亿元，占收入比重也由 6.1%快速上升至 15.4%，驱动公司收入结构实现持续优化；此外，公司其他业务中 EPS 电机业务值得关注，2021 年实现收入 370.7 万元，作为公司的战略性业务未来有望贡献突出的收入与业绩增量。毛利率方面，由于受到关税政策及原材料价格变动影响，小家电代工业务的盈利能力在 2021 年表现出一定程度波动，分品类来看吸尘器水机>吸尘器干机>头发护理电器，近年来水机收入占比提升成为公司从容应对外部环境冲击，保持盈利能力基本稳定的重要一环。

图 6：公司各业务收入占比结构持续多元化



资料来源：Wind，招商证券

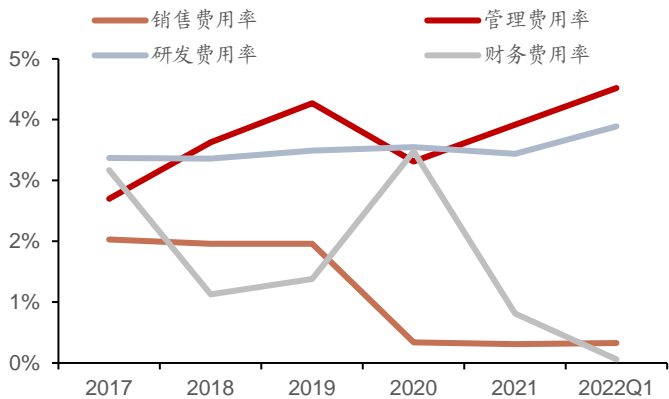
图 7：公司各业务中洗地机毛利率相对较高



资料来源：Wind，招商证券

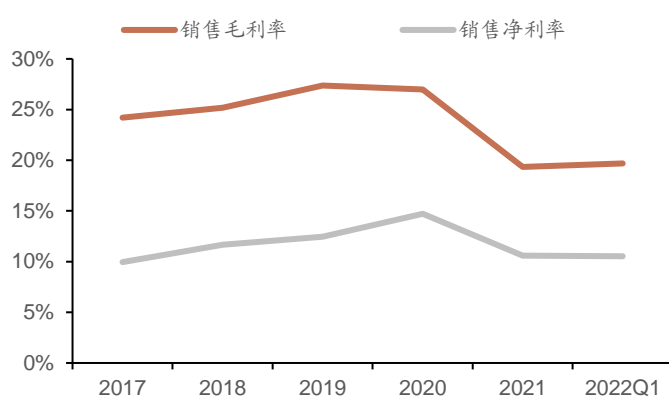
公司各项期间费用率均处于合理水平，盈利能力保持稳健。公司销售费用率自 2020 年以来出现明显下滑，主要因为新会计准则将运输费用调整至营业成本，若加回计算仍维持在 2%左右，基本保持稳定；管理费用率近来自 2021 年以来有所上升，或与公司进行业务拓展，相关管理人员薪酬及管理部门摊销等费用增加有关；研发费用率自 2017 年以来有所增长，主要因为公司增加 EPS 电机相关的研发投入。盈利能力方面，2021 年以来外部环境承压导致公司盈利能力略有下滑，但仍保持了基本稳定，综合毛利率稳定在 20%左右，净利率稳定在 10%以上。

图 8: 公司各项费用率控制良好



资料来源: Wind, 招商证券

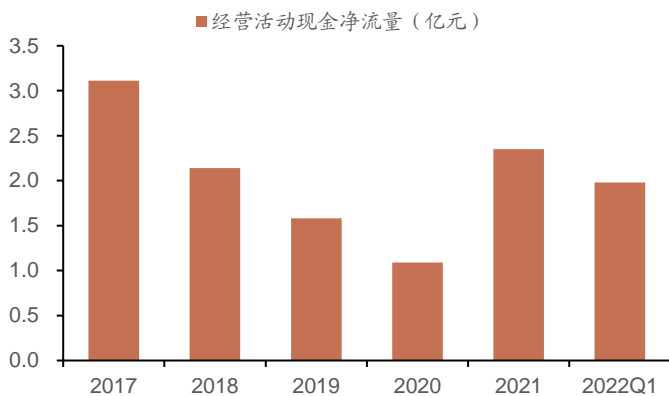
图 9: 公司盈利能力整体保持稳定



资料来源: Wind, 招商证券

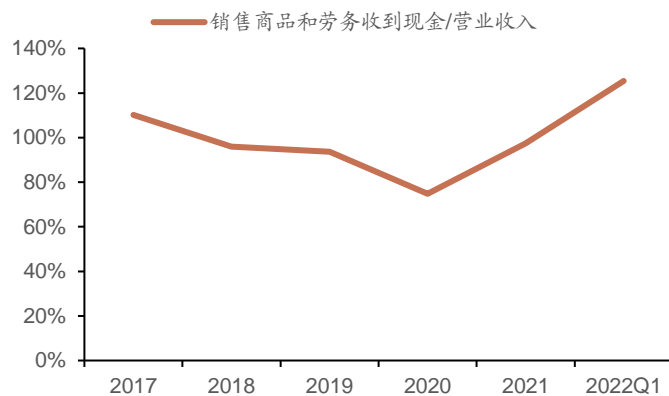
得益于与大客户之间的长期友好协作关系, 公司经营活动现金流表现优异。公司在与 TTI、HOT 等知名大客户之间建立了长期稳定的合作关系, 因此公司的 ODM/OEM 代工业务实现了优秀的现金流水平, 收现比始终处于高位。良好的现金流一方面能够保障公司稳定的生产经营, 另一方面也有利于公司持续投入研发拓展 EPS 电机等新兴业务。

图 10: 公司经营活动净现金流情况表现良好



资料来源: Wind, 招商证券

图 11: 公司收现比始终处于高位



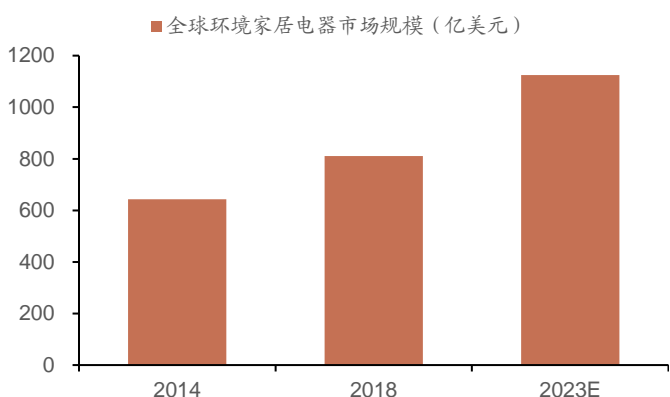
资料来源: Wind, 招商证券

二、优质供应链+绑定大客户，公司小家电业务兼具稳定与弹性

1、疫情催化下吸尘器需求稳定增长，代工行业集中度有望提升

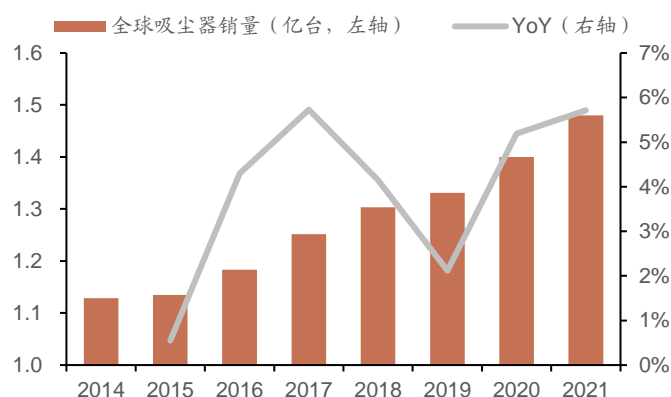
全球吸尘器市场规模保持稳定增长，疫情催化之下增速有所上行。吸尘器在小家电分类中属于环境家居电器，从环境家居电器的大盘来看，近年来总体市场规模实现稳定增长，据公司招股书，2014 年全球环境家居电器市场规模为 643.5 亿美元，2018 年增长至 810.1 亿美元，预计至 2023 年有望达到 1125.0 亿美元，2018-2023 年 CAGR 约 6.8%。据 Euromonitor 数据，作为环境家居电器的细分品类之一，吸尘器全球销量由 2014 年的 1.1 亿台增长至 2021 年的 1.5 亿台，其中 2020 与 2021 年在全球新冠疫情爆发背景之下，消费者居家时间有所延长，叠加健康意识增强，清洁需求较以往显著提升，对全球吸尘器销量增长起到了有效的拉动作用，两年同比增速分别达到+5.2%与+5.7%。

图 12：全球环境家居电器市场规模稳定增长



资料来源：公司招股书，招商证券

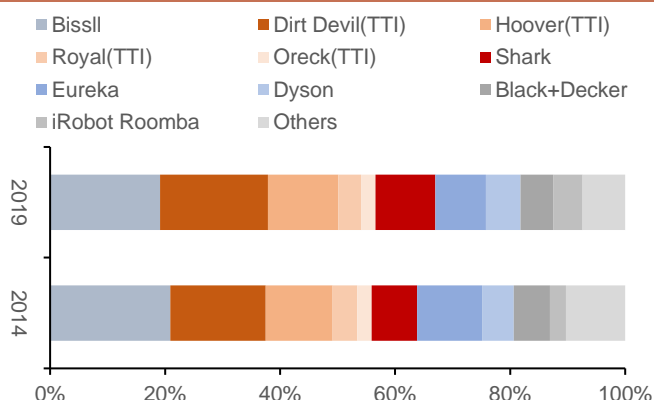
图 13：疫情以来全球吸尘器销售量增速有所提升



资料来源：Euromonitor，招商证券

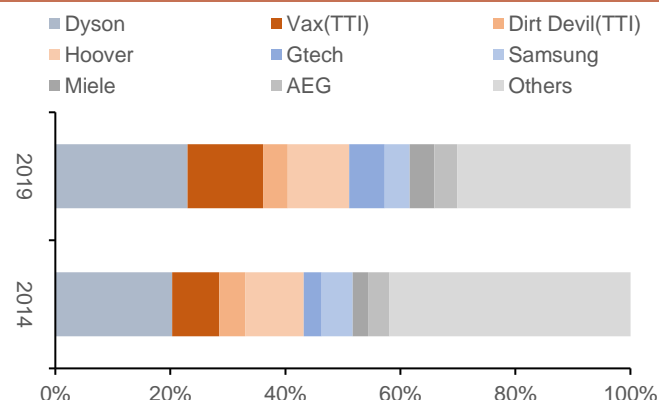
从品牌端来看，海外吸尘器市场竞争格局稳固，头部品牌市场份额较高。目前，全球吸尘器行业的头部品牌主要包括 Dyson、Bissell 以及 TTI 旗下的 Dirt Devil、Hoover 等品牌，上述品牌在海外市场多年的充分竞争中脱颖而出，占据了主要的市场份额。据 Euromonitor 数据，2014 与 2019 年美国市场 CR5 分别为 81.4% 与 81.8%，集中度较高且头部品牌份额基本保持稳定；2014-2019 年英国市场 CR5 由 51.7% 上升至 61.6%，头部品牌的竞争力稳步提升。

图 14：2014-2019 年美国吸尘器市场竞争格局保持稳定



资料来源：公司招股书，Euromonitor，招商证券

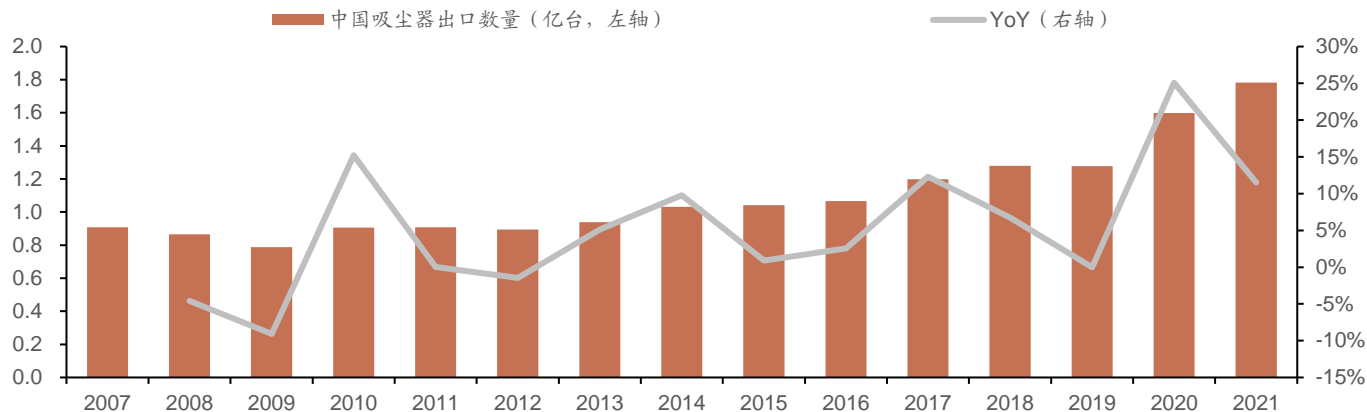
图 15：2014-2019 年英国吸尘器市场份额保持稳定



资料来源：公司招股书，Euromonitor，招商证券

中国吸尘器出口规模庞大，中期维度上代工产业链地位预计保持稳固。据 Wind 数据，2007-2021 年中国吸尘器出口量由 0.9 亿台快速增长至 1.8 亿台。尽管近年来受到劳动力成本上升、国际贸易摩擦等不利因素影响，但国内产业配套完善、基础设施便利及低供应链整合成本等优势短期难以取代，稳定的产业链地位在中期维度上预计仍将保持。

图 16: 中国吸尘器出口数量连年稳步增长 2007-2021 CAGR=5%



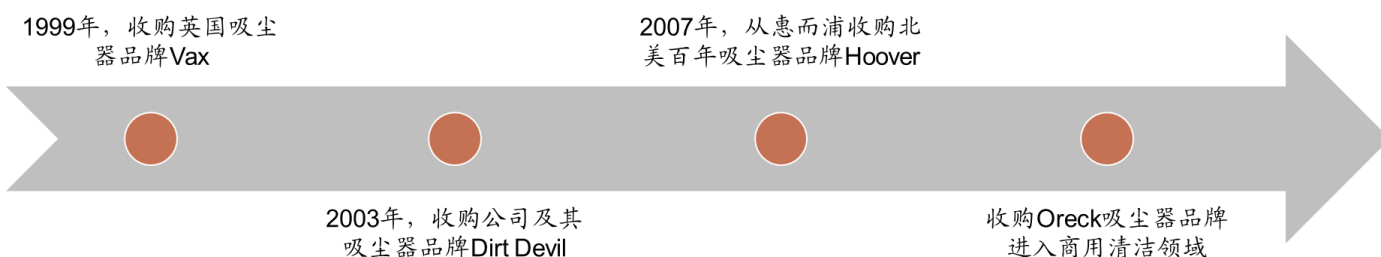
资料来源: Wind, 招商证券

中长期来看, 吸尘器代工行业集中度有望继续提升。第一, 2020 年以来在新冠疫情冲击、国际贸易摩擦以及原材料价格大幅上涨的背景之下, 国内一些微利经营、抗风险能力较差的中小代工企业被迫退出, 市场实现部分出清; 第二, 国内原有的部分优质吸尘器代工企业近年来开始退出代工业务, 转而发展利润率更高的自有品牌业务, 比如科沃斯, 这在一定程度上增加了优质代工厂的稀缺性; 第三, 品牌端头部化的市场格局使得代工厂绑定大客户成为生存的关键, 而近年来不确定性上行的外部经营环境也导致头部品牌的供应链整合意愿有所增强, 品牌商更愿意将订单交给客户服务能力、规模化制造能力、研发能力以及交付能力更加稳定的代工企业。综上, 我们认为在中长期维度上来看, 具备优质供应链能力的代工企业将获得更高的市场份额, 吸尘器代工行业的集中度将逐步提升。

2、与 TTI 十五年长期合作经验, 公司锤炼出优质供应链能力

历经多次收购, TTI (创科实业) 成为全球地板护理器具的龙头企业。TTI 创立于 1985 年, 业务起步于电动工具代工; 1999 年以来, 公司通过多次收购逐步转型成为品牌商, 其中四次对吸尘器品牌的收购使其成为全球地板护理器具的龙头公司, 旗下 Vax、Dirt Devil、Hoover 和 Oreck 均具有较强的运营历史, 与渠道商之间也建立了良好的合作关系。在被 TTI 收购之前, 上述品牌多数存在利润增长放缓、下降甚至整体亏损的情况; TTI 将其收购之后, 凭借优秀的供应链管理能力和以往能够实现被收购品牌盈利能力的提升。从运营模式来看, TTI 在吸尘器及地板护理器具收购初期主要以“自产+代工”模式生产, 并通过将整体产业链转移至国内的方式实现盈利能力的改善。随着各收购品牌盈利能力趋于稳定, TTI 开始将业务重心转移到研发与市场开拓等领域, 以持续保持品牌的竞争力, 并逐渐减少吸尘器的自产比例, 转而以整机代工为主要生产模式。TTI 的地板护理器具业务极具竞争力, 据公司招股书和 Wind 数据, TTI 的地板护理业务收入长期保持在 10-12 亿美元, 在美国和英国市场份额长期位居前列。德昌正是抓住了 TTI 吸尘器业务的战略转型契机, 切入 TTI 吸尘器整机代工的供应链从而实现了快速成长。

图 17: TTI 旗下吸尘器品牌收购历史



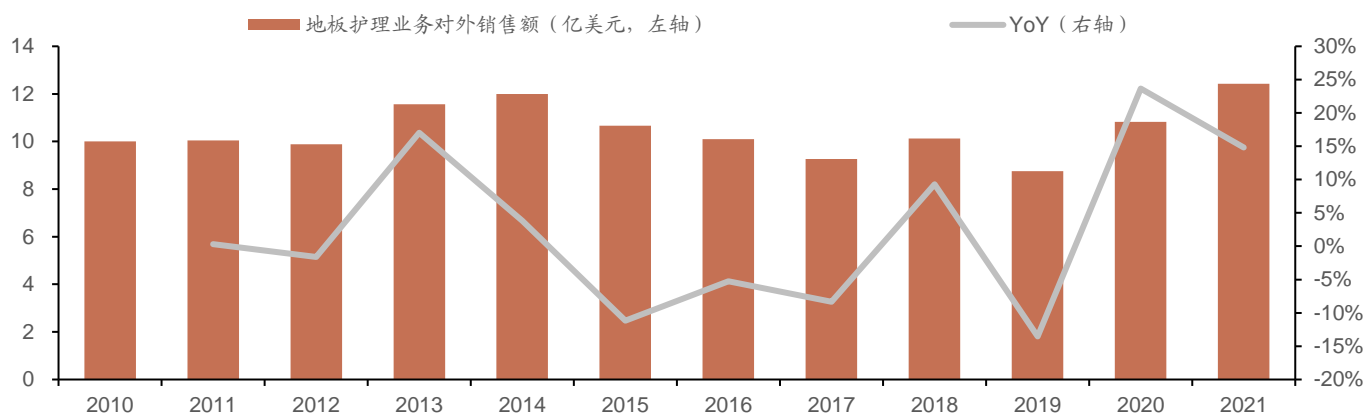
资料来源: 公司招股书, 招商证券

表 2: TTI 旗下不同品牌定位及历史

品牌名	图标	品牌定位及历史
Hoover		逾百年历史，原为惠而浦旗下品牌，是全球著名的吸尘器品牌。
Vax		超过 25 年历史，主要销售地区英联邦国家，包括英国、澳大利亚、新西兰和印度等。
Dirt Devil		逾百年历史，曾在 1937 年发明了全球第一台真空吸尘器。
Oreck		超过 50 年历史，企业级吸尘器的龙头品牌。

资料来源：公司招股书，招商证券

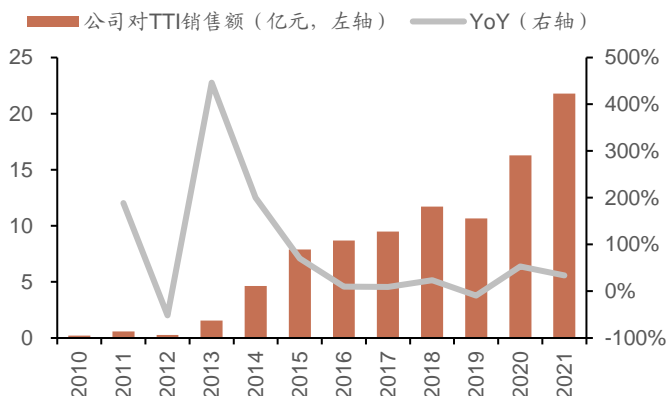
图 18: TTI 地板护理业务对外销售额长期稳定在 10 亿美元左右



资料来源：公司招股书，Wind，招商证券

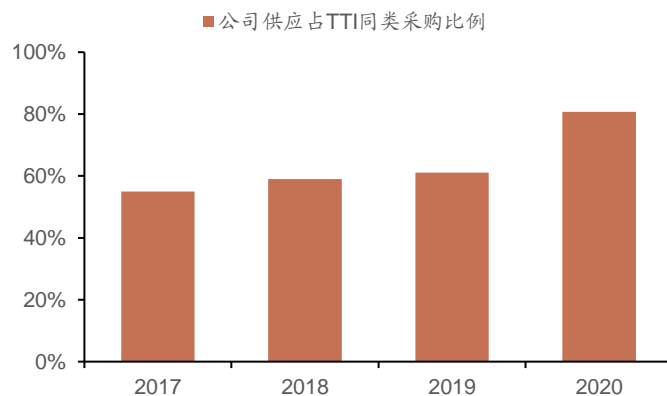
公司与 TTI 合作时间已长达 15 年，“相互依存度”不断提升。公司与 TTI 的合作开始于 2007 年，彼时公司仅向 TTI 供应吸尘器电机，之后公司抓住 TTI 吸尘器业务战略转型的契机承接其整机生产订单，双方之间业务合作规模不断扩大。据公司招股书数据，2010-2021 年，公司对 TTI 的销售额由 0.2 亿元快速增长至 21.8 亿元。TTI 长期作为公司第一大客户，2017-2019 年占公司收入比重一直在 90% 以上，自 2020 年公司向 HOT 供应的个护小家电放量才降低至 80% 左右。尽管表现上公司收入高度依赖 TTI，但 TTI 的地板护理器具业务与公司实则为相互依存关系，据公司招股书数据，自 2017 年以来，公司供应占 TTI 同类采购比例不断提升，由 54.9% 增长至超过 80%。

图 19: 公司对 TTI 销售额保持稳定增长



资料来源：公司招股书，招商证券

图 20: 公司供应占 TTI 同类采购比例持续上升



资料来源：公司招股书，招商证券

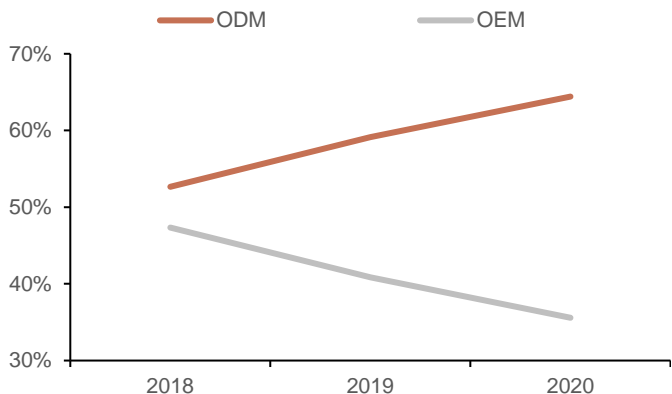
在与 TTI 的长期协作中，公司锤炼出优质的供应链能力。从双方当下的合作模式来看，TTI 负责前期的需求分析与产品定义，公司则负责后期的产品设计与生产制造。不过，在合作早期公司向 TTI 供应的以 OEM 产品为主，之后在与 TTI 深度磨合的过程中，开始将业务拓展至更上游的产品设计环节，体现为公司 ODM 产品收入比重不断提升。我们认为，公司之所以能够打造出优质供应链，主要有两方面原因：一是 TTI 在产品端的高标准和高效率有力带动了公司在研发设计方面的快速成长；二是公司本身掌握电机等核心零部件，在研发设计领域具备优良的初始禀赋。

图 21：公司与 TTI 的合作模式



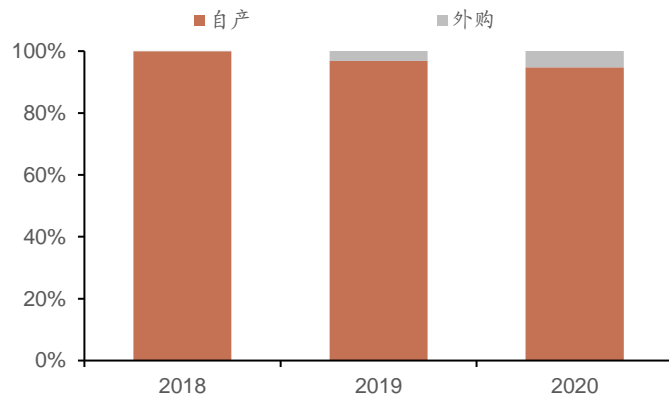
资料来源：公司招股书，招商证券

图 22：公司吸尘器业务中 ODM 收入比例持续提升



资料来源：公司招股书，招商证券

图 23：公司吸尘器电机几乎全部来源于自产



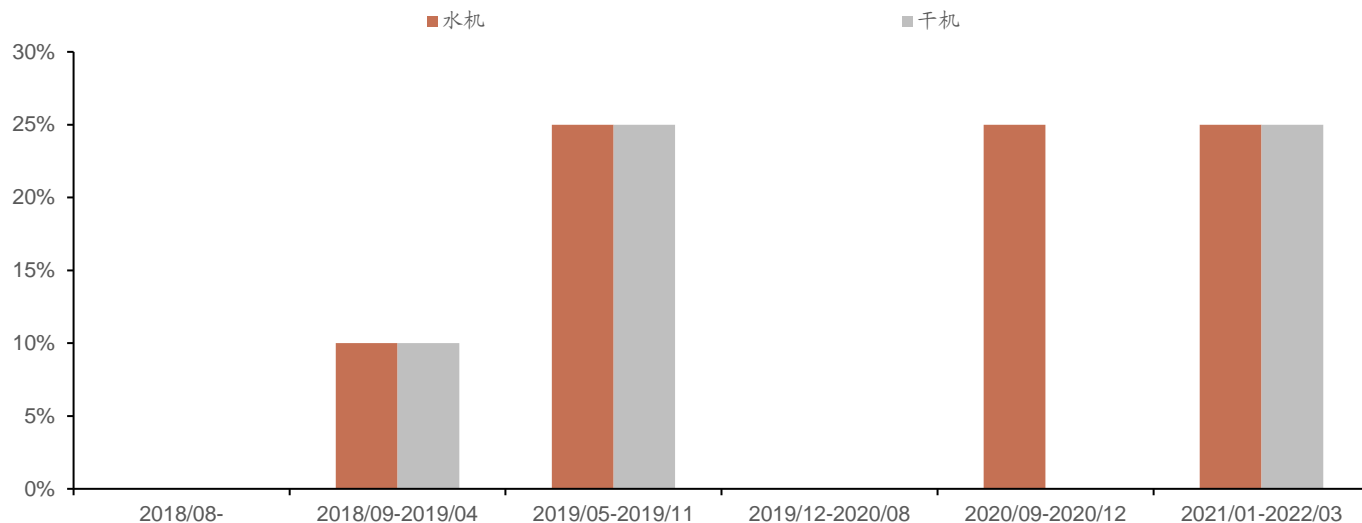
资料来源：公司招股书，招商证券

3、短期看业绩弹性恢复，长期看多元化小家电布局节奏

(1) 关税豁免+人民币贬值+原材料降价，有望增厚短期业绩

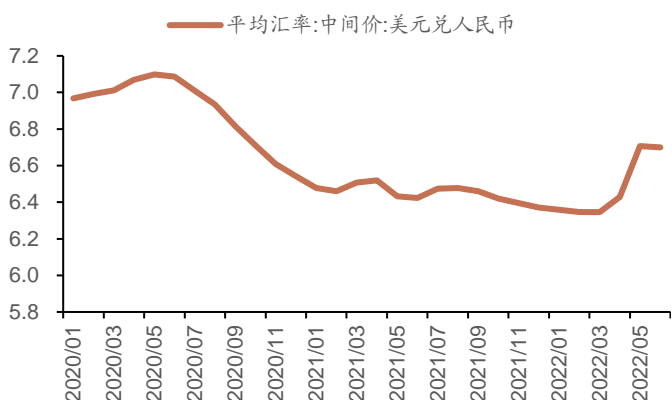
关税豁免+人民币贬值+原材料降价背景下，公司短期业绩压制因素逐步解除。公司作为一家以小家电代工为主业的出口导向型公司，收入与业绩受到关税、汇率以及原材料价格等因素的显著影响。关税方面，由于近年来中美贸易摩擦频繁，在美国对中国出口商品加征关税期间，公司往往采取降价措施与客户共同承担关税风险，2022 年 3 月美国宣布对包括吸尘器在内的 352 项从中国进口的商品实施关税豁免，预计公司面临的关税压力将迎来缓解；汇率方面，2022 年 Q2 以来，人民币对美元汇率有所贬值，预计将为公司带来正向汇兑收益；原材料价格方面，2021 年以来大宗原材料价格大幅上涨，对公司盈利能力造成明显压制，2022Q2 以来包括铜、钢、塑料在内的大宗原材料价格开始下降，预计公司毛利率水平将逐步恢复。综上，我们预计公司将从 Q2 开始逐渐迎来业绩弹性拐点。

图 24: 2018 年以来公司吸尘器产品关税税率经历多次调整



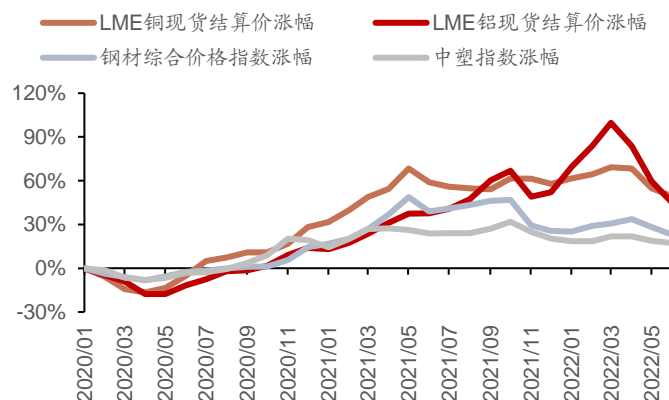
资料来源: 公司招股书, 招商证券

图 25: 2022 年 Q2 以来人民币兑美元汇率有所贬值



资料来源: Wind, 招商证券

图 26: 2022Q2 以来原材料价格有所下降



资料来源: 公司招股书, 招商证券 (注: 均为较 2020 年初涨幅)

募投资项目逐步落地, 新建产能有望驱动业绩继续向上。据公司招股书, 2020 年公司吸尘器干机、吸尘器水机和头发护理家电的产能利用率分别达到 111.5%、114.8%与 103.7%, 均处于较高水平, 现有产能明显难以满足客户需求。从募投资项目来看, 公司拟投资 4.8 亿元用于年产 734 万台小家电产品建设项目, 拟投资 1.7 亿元用于越南厂区 380 万台吸尘器产品建设项目 (于 2022 年 7 月 16 日公告增加 3700 万美元投资)。我们认为, 一方面新建产能落地将有效缓解现有产能不足的状况, 更好地满足客户需求; 另一方面, 公司在海外建厂有利于规避关税风险, 提升经营稳定性。

表 3: 募投资项目中的小家电产能项目

项目名称	项目概况	项目总投资额	建设期
年产 734 万台小家电产品建设项目	现有生产线技术改造, 新建生产厂房; 项目建成后, 产品新增年产能 734 万台。	4.80 亿元	2 年
德昌电机越南厂区年产 380 万台吸尘器产品建设项目	厂区建于越南同奈省展鹏县, 租用产房进行小家电产品扩产, 并新建一栋综合楼; 项目建成达产后将实现年 380 万台吸尘器产品产能。	1.725 亿元	2 年
自筹资金加大越南德昌投资	通过新加坡全资子公司向越南厂区年产 380 万台吸尘器产品建设项目增加投资	3700 万美元	/

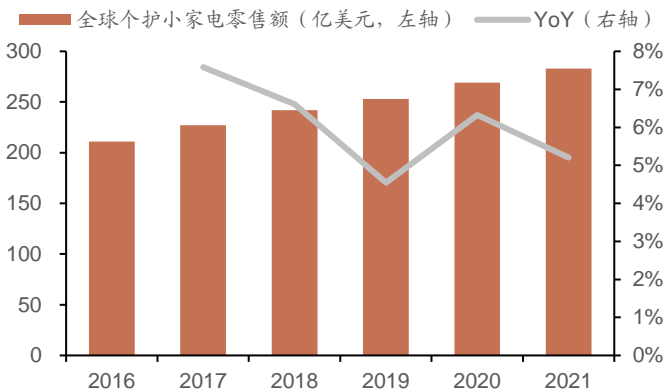
资料来源: 公司招股书, 招商证券

(2) 个护品类+园林工具，公司不断拓展小家电代工品类

基于小家电代工行业集中度持续提升的逻辑，我们认为公司能够凭借优秀的供应链能力持续增加代工品类，从而实现代工业务的持续增长。我们认为新的代工品类主要有两个来源：其一，继续开拓新客户，类似于之前顺利切入 HOT 的个护小家电供应链；其二，拓宽现有客户的合作范围，比如通过园林工具切入现有客户的电动工具供应链等。

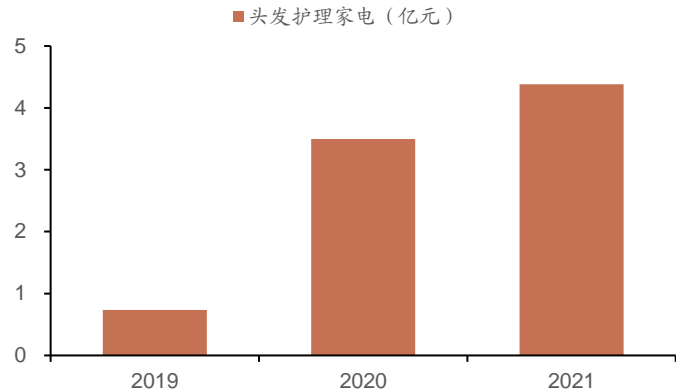
全球个护小家电市场规模稳定增长，公司顺利切入 HOT 供应链。据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球个护小家电零售额达到 283 亿美元，同比+5.2%，随着消费者更加注重个人生活品质，预计个护小家电市场规模仍将继续扩容。2019 年，公司进入 HOT 头发护理小家电供应链，2021 年头发护理家电收入已增长至 4.4 亿元左右。头发护理家电是公司在吸尘器代工领域之外成功拓展的第一项家电代工业务，新业务的生产组织能力与订单实施能力得到验证，基于此，我们认为公司具备在小家电不同品类代工之间的转换能力，目前已有加湿器等健康生活类电器向客户供应。

图 27: 全球个护小家电市场规模保持稳定增长



资料来源：弗若斯特沙利文，中商情报网，招商证券

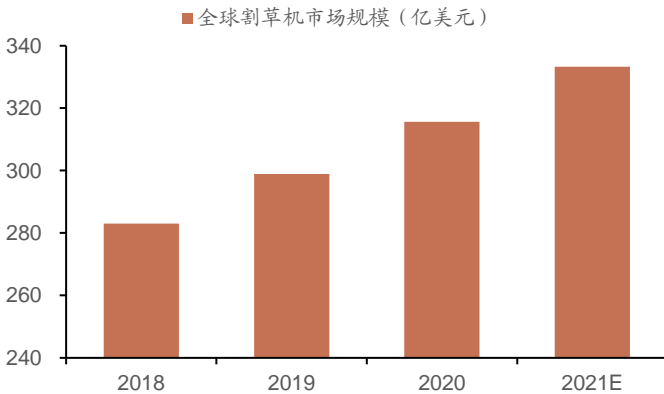
图 28: 2019 年以来公司头发护理家电收入快速增长



资料来源：公司招股书，招商证券

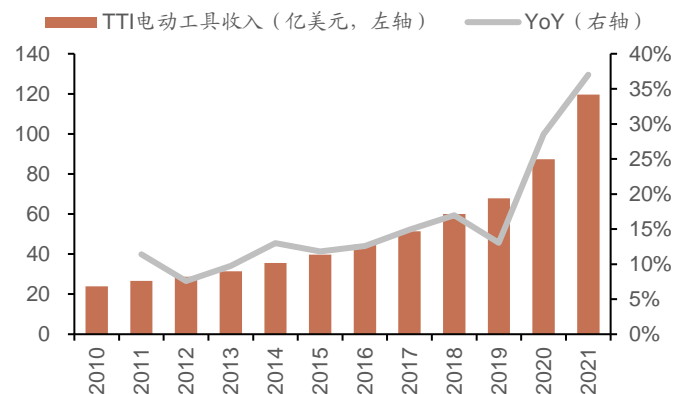
依托成熟的电机技术与客户资源优势，公司电动园林工具已获现有客户认可，预计 2022 年可实现量产销售。从行业角度看，全球园林机械市场规模较为广阔，以割草机为例，中商产业研究院预计 2021 年全球割草机市场规模有望达到 333 亿美元，北美与欧洲是电动园林机械的主要市场，随着欧美消费者对居住环境重视程度的提升以及发展中国家市政绿化等建设投入增加，中长期维度上全球电动园林工具市场规模有望继续保持增长。从公司角度看，电机是电动园林工具的核心零部件，公司凭借在电机领域深厚的研发积累，所研发的电动园林工具得到客户认可，量产后有望为公司业绩贡献增量。基于此，我们认为公司具备拓宽与现有客户合作范围的能力，比如 TTI 2021 年电动工具收入达到 119.6 亿美元，几乎是地板护理器具的 10 倍，从 TTI 与公司的合作体量持续向上的角度来看，公司的供应链能力已经得到 TTI 认可，若公司能够顺利切入 TTI 电动工具业务，中长期成长空间将十分可观。

图 29: 全球割草机市场规模保持稳定增长



资料来源：中商产业研究院，招商证券

图 30: TTI 电动工具收入保持快速增长



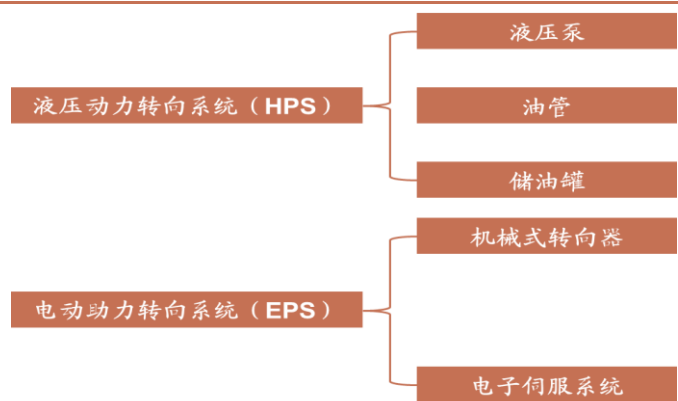
资料来源：Wind，招商证券

三、EPS 电机国产替代进行时，公司积极布局放量可期

1、EPS 电机国产化率偏低，中长期国产替代空间极为广阔

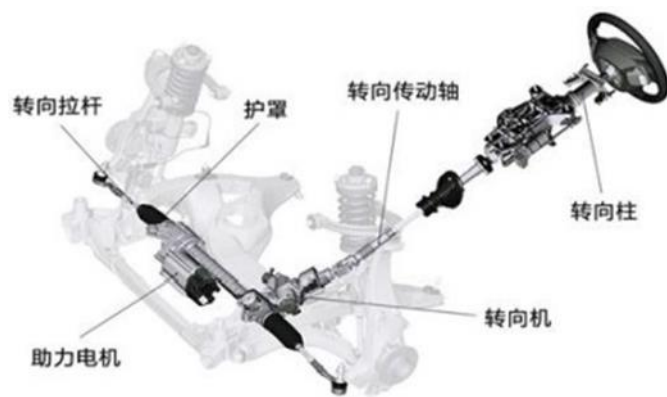
汽车转向助力系统中，EPS 替代 HPS 成为主流方案。汽车动力转向系统主要包括两类，分别是 HPS（液压动力转向系统）与 EPS（电动动力转向系统），HPS 结构复杂，转向的能量来自发动机，且无论是否需要助力，系统都处于工作状态，因此耗能较高；对比之下，EPS 系统结构相对简单，耗能较低，操作也更加灵活，提高了汽车的经济性。特别是在目前汽车电动化+智能化的大背景之下，EPS 更是取代 HPS 成为汽车的主流转向助力系统。

图 31：汽车转向系统分为 HPS 与 EPS 两类



资料来源：产业信息网，招商证券

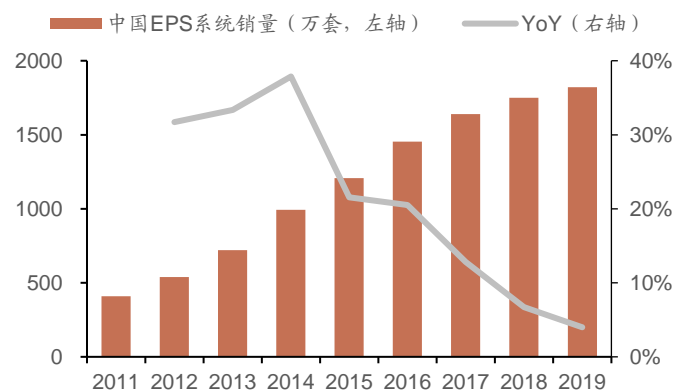
图 32：EPS 系统结构示意图



资料来源：立鼎产业研究中心，招商证券

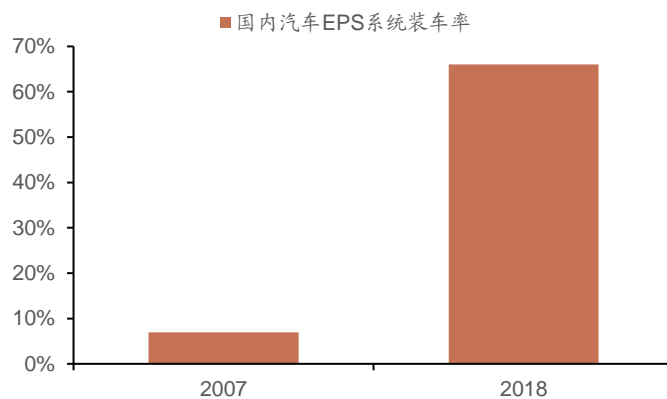
中国汽车 EPS 系统销量持续增长，装车率不断提升。据智研咨询数据，2011-2019 年中国 EPS 系统销量从 410 万台左右增长至超过 1800 万套；与此同时，国内 EPS 系统的装车率也在不断提升，据中国汽车工业协会数据，2007-2018 年，中国 EPS 系统的装车率从不足 7% 快速提升至超过 60%。考虑到新能源车的 EPS 系统装车率显著高于传统燃油车，因此随新能源汽车渗透率持续上行，国内 EPS 系统装车率预计将继续提升。

图 33：全球 EPS 系统市场规模保持稳定



资料来源：智研咨询，招商证券

图 34：国内 EPS 系统装车率快速提升



资料来源：中国汽车工业协会，招商证券

EPS 电机是 EPS 系统的核心部件，无刷电机性能优势明显。目前，EPS 电机分为有刷电机和无刷电机，其中，有刷电机比较传统，优势是技术成熟且成本低廉，但是噪音、磨损、电磁干扰以及惯性力矩等问题难以解决；相比之下，无刷电机则很好地克服了有刷电机的惯性力矩问题，增强了电机稳定性。在发展初期，无刷电机的成本相对较高，所以两种电机都有应用，近年来随着无刷电机成本在技术成熟驱动下成本不断下降，已经成为 EPS 电机的主流类型。

表 4: 有刷电机与无刷电机对比

电机类型	优势	劣势
有刷电机	技术成熟，成本低廉。	噪声较难克服；磨损严重；电磁干扰；绕组布置于转子侧，随输出功率增加，电机惯性力矩增加，进而导致操作灵敏度降低。
无刷电机	克服了惯性力矩问题，增强了电机稳定性。	发展初期成本高于有刷电机。

资料来源：公司招股书，招商证券

据测算，2025 年国内 EPS 电机市场空间有望达到 62 亿元。我们根据以下假设对国内 EPS 电机市场空间进行测算：1) 2022-2025 年国内新能源车销量分别同比 50%/30%/25%/20%；2) 2022-2025 年 EPS 系统在新能源车的装车率逐步提升至 99%；3) 2022-2025 年国内燃油车销量分别同比-1.5%/-2.5%/-3.5%/-5.0%；4) 2022-2025 年国内燃油车 EPS 装车率逐步提升至 90%；5) EPS 电机单价由 2019 年的 240 元左右逐步降低并稳定在 220 元左右。基于上述假设，我们预计 2025 年国内 EPS 电机销量有望突破 2800 万套，市场空间达到 62 亿元。

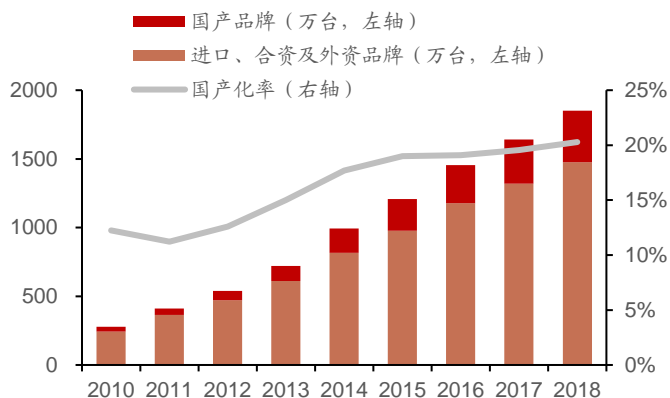
表 5: 国内 EPS 电机市场空间测算

单位: 万辆/万套	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车市场							
新能源汽车销量	121	132	351	526	684	855	1026
YoY		9.7%	165.1%	50%	30%	25%	20%
新能源汽车渗透率	4.7%	5.2%	13.4%	19.0%	23.8%	28.9%	33.9%
EPS 系统装车率	90%	93%	95%	96%	97%	98%	99%
EPS 系统销量	109	123	333	505	663	838	1016
传统燃油车市场							
燃油车销量	2455	2394	2274	2240	2184	2108	2002
YoY		-2.5%	-5.0%	-1.5%	-2.5%	-3.5%	-5.0%
EPS 系统装车率	69.7%	75%	80%	83%	85%	87%	90%
EPS 系统销量	1712	1796	1819	1859	1856	1834	1802
汽车总市场							
汽车总销量	2575	2527	2625	2766	2868	2962	3028
YoY		-1.9%	3.9%	5.4%	3.7%	3.3%	2.2%
EPS 系统装车率	70.7%	75.9%	82.0%	85.5%	87.9%	90.2%	93.0%
EPS 系统销量	1820	1919	2152	2364	2520	2671	2818
国内 EPS 电机市场空间测算							
EPS 电机单价 (元)	240	235	230	225	220	220	220
EPS 电机市场空间 (亿元)	44	45	50	53	55	59	62

资料来源：中国汽车工业协会，智研咨询，招商证券研发中心测算（灰色部分为基于现有数据合理估计）

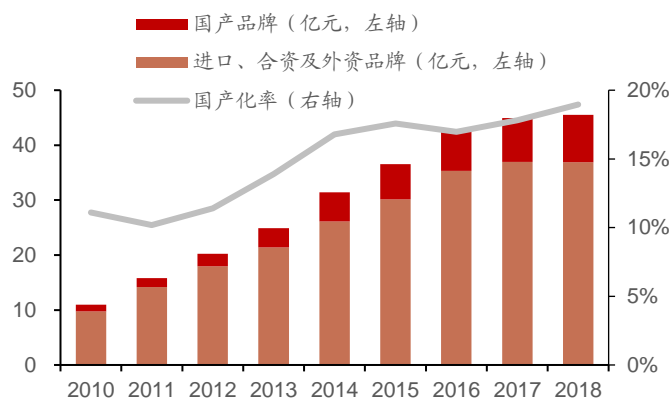
EPS 电机行业国产化率较低，中长期国产替代空间广阔。在 EPS 电机领域，受到技术、生产规模以及研发实力等多方面因素影响，外资以及合资品牌占据大部分市场份额，即使在国内市场，EPS 电机的国产品牌市占率也处于较低水平。尽管近年来国内品牌在 EPS 电机领域持续发力，市占率从 2010 年的 10% 左右提升至 2020 年的 20% 左右，但日本电产公司、Mitsubishi 三菱、Yaskawa 安川、德国 SIEMENS 西门子、美国 ABB 等海外公司的市场份额依然处于绝对领先地位。不过，近年来包括宁波德昌科技、福州泰全、株洲易力达、阜新德尔以及安徽广博机电等公司逐渐实现突破，技术水平加速向国际巨头靠拢，长期维度来看有望逐步抢占海外龙头的市场份额。

图 35: 国产品牌 EPS 电机销量占比较低



资料来源: 智研咨询, 招商证券

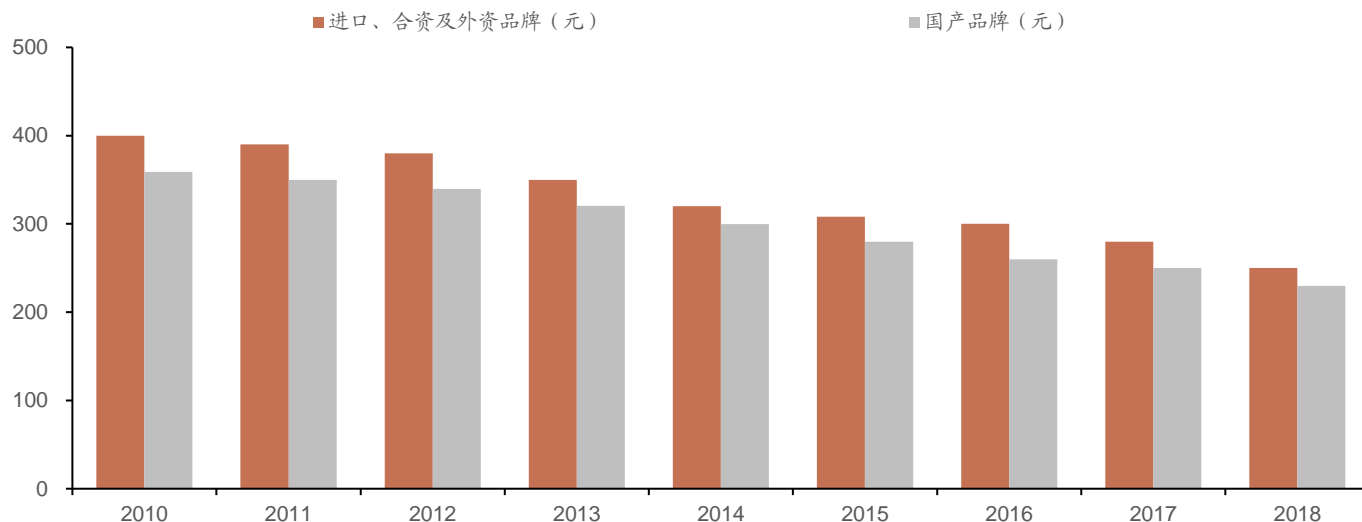
图 36: 国产品牌 EPS 电机销额占比较低



资料来源: 智研咨询, 招商证券

性价比优势加持+自主品牌车企供应链安全考虑, 国产品牌 EPS 电机具备实现国产替代的基础。我们认为, EPS 电机的国产替代进程将主要由两方面因素驱动: 第一, 与海外品牌相比, 国内品牌无需缴纳关税, 供应链整合成本也更低, 因此价格低于海外品牌, 据智研咨询数据, 进口、合资及外资品牌 EPS 电机单价较国产品牌高出 10%-15%, 未来随技术差距收窄, 国内品牌的性价比优势将进一步凸显; 第二, 近年来新冠疫情以及不少国家的贸易保护政策, 导致国际间企业合作的不确定性有所上升, 国内整车厂基于供应链安全考虑, 或将更多地选择国产品牌的 EPS 电机。综上, 我们认为随着国产品牌 EPS 电机技术不断成熟, 在性价比优势加持下, 有望逐步实现对海外品牌的国产替代。

图 37: 国产品牌 EPS 电机较合资品牌具备价格优势



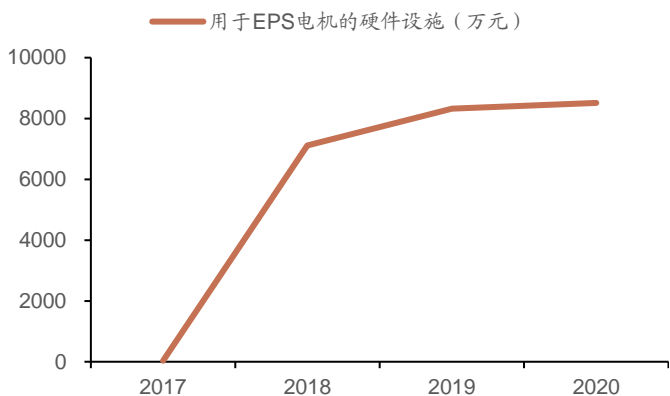
资料来源: 智研咨询, 招商证券

EPS 电机行业具备技术+客户资源+资金多维度高壁垒, 长期有望保持良好竞争格局。技术方面, EPS 无刷电机结构复杂, 对精度要求严格, 且需要在设计阶段进行各种工况的仿真, 生产技术难度极高, 若外部竞争者缺乏相关专业背景的技术管理人员及成熟的工艺流程将难以进入该行业; 客户资源方面, 由于 EPS 电机是汽车转向的核心精密安全件, 汽车件安全等级仅次于燃油车发动机和电动车驱动电机, 从转向系统到整车验证一般需要 1.5-2 年左右时间, 而且整车厂对于选择零部件供应商一般持审慎态度, 从零部件的候选供应商到成为合格供应商也需要 1-3 年左右时间, 知名车企与其核心零部件供应商建立了长期合作关系, 一般不会轻易更换供应商; 资金方面, EPS 电机厂商需要购置大批高精度的自动化生产设备, 前期需要大规模的资金投入, 同时 EPS 电机行业账期较长, 进一步推升了行业资金需求。综上, EPS 电机行业是一个具备多维度高壁垒的行业, 预计中长期将保持优良的竞争环境。

2、公司 EPS 电机业务厚积薄发，定点项目取得积极进展

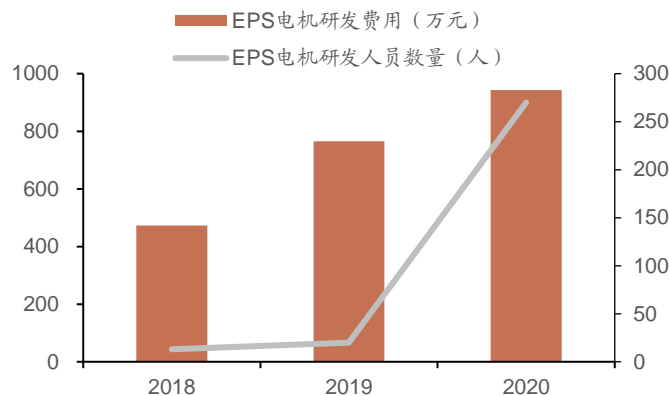
公司在 EPS 电机领域积极投入研发资源，已经拥有多项核心技术储备。德昌在 2017 年开始切入 EPS 电机领域，陆续引进了拥有 10 多年 EPS 电机研发及生产经验的专业人才和国外先进技术，并且在资金上对电机研发给予充分支持。据公司招股书，2017-2020 年公司用于 EPS 电机生产的硬件设施从 33 万元快速增长至 8512 万元，EPS 电机研发相关费用从 473 万元增长至 943 万元，研发人员数量也从 13 人增长至 270 人。在上述研发资源的支持之下，叠加在有刷电机领域的长期积累，公司在无刷电机领域快速实现突破，实现了多项核心技术的积累。

图 38: 公司用于 EPS 电机的固定自产快速增长



资料来源：公司招股书，招商证券

图 39: 公司 EPS 电机研发人员与研发费用快速增长



资料来源：公司招股书，招商证券

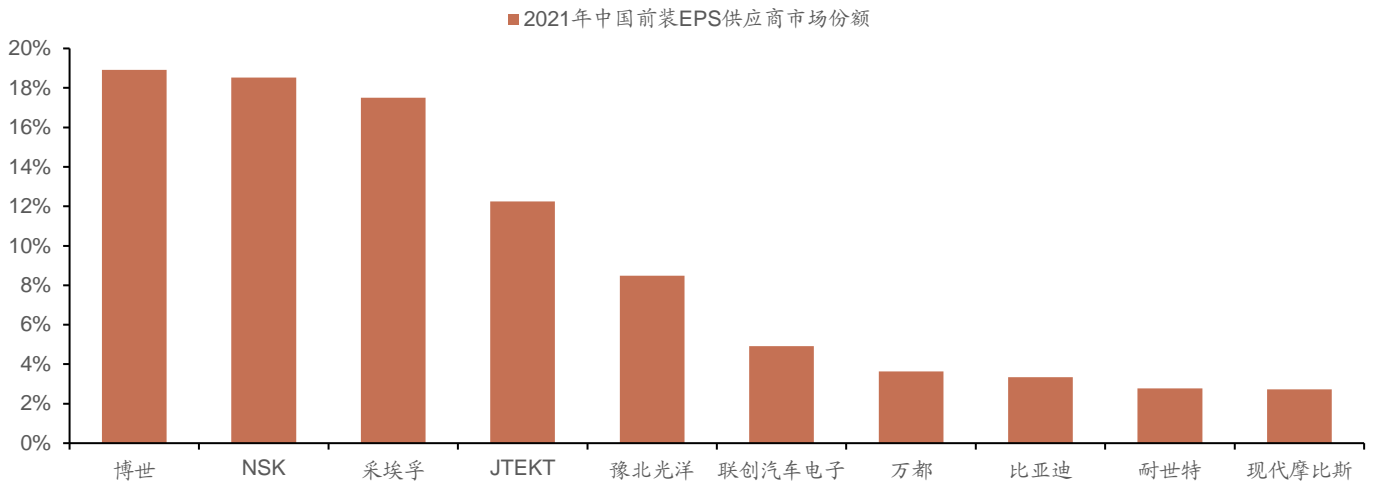
表 6: 公司 EPS 核心技术研发储备

技术名称	技术作用	技术来源/进展
EPS 助力电机固定技术	该项技术能够减少零部件使用，降低成本，减少设备投入。目前已经在现有产品得到应用，大大增强了产品市场竞争力。	自主研发
电机绝缘技术	当今汽车行业，产品都朝着新能源电机方向发展，电机应用会越来越多，同时也对电机的绝缘性能提出了越来越高的要求。该项技术大大增强了电机的绝缘性能，提高了产品的竞争力。	自主研发
电机位置传感器技术	随着对电机的旋转精度要求越来越高，对于电机位置的检知精度同样随之提升，该传感器可在各种恶劣工况下运作，精度在 MR 或者霍尔式样 10 倍以上，大大提高电机的位置检测精度。	自主研发
六相冗余电机设计	随着汽车行业对于电机安全性要求越来越高，传统的三相 EPS 助力电机已经无法满足客户需求，通过六相冗余电机的开发，即使是出现一相短路的情况，电机还能工作，只是失去一半的助力，大大提升了系统的安全级别。	样件测试阶段

资料来源：公司招股书，招商证券

EPS 电机大客户开拓取得积极进展，多个定点项目顺利推进中。据高工智能汽车研究院数据，2021 年中国前装 EPS 供应商市场份额排名前三的分别是博世、NSK 与采埃孚，CR3 高达 55%。因此，对于 EPS 零部件供应商而言，与头部客户建立合作是推进业务的关键所在。公司近年来在 EPS 电机大客户开拓上不断取得突破，据 2022 年 7 月 15 日的公告，子公司宁波德昌科技收到采埃孚的《定点通知书》，选择其作为某国内整车厂 EPS 转向系统电机的零部件供应商，该项目生命周期 4 年，总金额超过 2 亿元，预计 2023 年 8 月开始量产。此外，公司与舍弗勒、耐世特等其它 Tier 1 供应商也进行了多款电机型号的研发、试样，同时加紧与上汽、奇瑞、长城等具备一定规模的自主品牌整车企业进行深入沟通交流，与其指定企业开展合作，成功实现了 13 个项目的定点，若后续该等项目在生命周期内顺利实施，预计可实现 2300 万台销量，此外另有涉及 30 余个涉及 EPS 电机及制动电机的项目在顺利推进中。

图 40: 国产品牌 EPS 电机较合资品牌具备价格优势



资料来源: 高工智能汽车研究院, 招商证券

公司持续推进 EPS 电机产能布局, 随募投项目落地有望快速放量。据公司公告, 2020 年公司开始实现 EPS 电机的小批量供货, 2021 年公司 EPS 电机及制动电机业务确认收入 370.65 万元。同时, 公司拟使用 3.1 亿元募集资金用于年产 300 万台 EPS 汽车电机生产项目 (包括 150 万台 EPS 电机和 150 万台刹车电机), 预计达产后可为公司带来 6.6 亿元年新增销售收入。此外, 公司拟使用 1.5 亿元用于电机研发中心建设项目, 继续提升公司在 EPS 电机领域的技术水平。

表 7: 公司 IPO 募资中 EPS 电机相关项目

募投项目	项目总投资 (万元)
德昌电机年产 300 万台 EPS 汽车电机生产项目	31000.56
德昌电机研发中心建设项目	15370.82

资料来源: 公司招股书, 招商证券

基于 EPS 电机领域的研发经验, 公司继续拓展切入刹车电机领域。在新能源汽车和自动驾驶技术快速兴起的背景下, 行业对于制动技术的要求不断提高, 车企龙头纷纷寻找性能更优的制动系统。目前, 主流的制动系统包括真空制动系统和电子助力制动系统。与真空助力制动系统相比, 电子助力制动系统性能优势明显: 1) 电子助力制动系统性能更高, 能够缩短制动距离, 提升 AEB (自动紧急制动) 效率, 在制动反应速度上更快, 调节更精准, 对行人的保护也更有效; 2) 电子助力制动系统能够拓展车辆制动模式, 提升刹车踏板感觉, 使车辆在运动和舒适模式之间自由切换, 为用户提供更多驾驶体验; 3) 电子助力制动系统能够提升汽车的能量回收效能, 提升电动车续航里程, 并为制动踏板提供合适的反馈力度, 消除制动踏板感觉软的问题。在公司募投的年产 300 万台 EPS 汽车电机生产项目中, 其中 150 万台为刹车电机。目前, 公司已经能够实现刹车电机的小批量生产, 并与下游的 Tier 1 客户开展定点项目, 与整车厂之间的合作也取得一定进展。长期来看, 刹车电机有望成为公司在汽车领域除 EPS 电机之外的又一增量。

四、盈利预测与投资评级

1、收入拆分与业绩预测

营业收入拆分及毛利率预测: 1) 小家电代工业务中, 吸尘器代工业务需求总量在经历 2020-2021 疫情期间两年的快速增长之后, 预计将趋于稳定, 但结构将继续表现出一定分化, 即水机份额提升、干机份额下降, 据此我们假设公司 2022-2024 年水机销量分别同比+8%/5%/3%, 干机销量分别同比-10%/+5%/+2%, 价格端预计保持稳定, 基于此测算得到水机收入分别同比+10.2%/+5%/+3%, 干机收入分别同比-10%/+5%/+2%; 个护小家电业务预计继续保持快速增长, 其中销量分别同比+10%/+20%/+20%, 价格预计保持稳定, 基于此测算得到个护小家电收入分别同比+10%/+22.4%/+22.4%; 园林工具作为公司与 TTI 的新合作业务, 2022-2024 年预计分别实现收入 0.6/2.0/3.5 亿收入。2) EPS 电机业务作为公司的战略性新拓展业务, 预计 2022-2024 年分别实现销量 30/150/300 万台, 对应单价保持在 220-240 元左右, 实现收入 0.7/3.5/6.6 亿元。3) 家电电机业务将延续收缩态势, 2022-2024 年分别同比-20%/-20%/-20%, 对应收入 0.05/0.03/0.02 亿元。毛利率方面, 得益于大宗原材料自 2022Q2 以来的降价态势, 以及公司精益制造能力的持续提升, 预计将保持稳中有升态势。综上, 我们预计 2022-2024 年公司分别实现营业总收入 30.19/36.38/42.89 亿元, 分别同比+6.3%/+20.5%/+17.9%, 综合毛利率分别为 21.7%/22.5%/23.2%。

表 8: 公司分业务拆分及预测

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
小家电代工业务					
吸尘器干机销量 (万台)	338	430	387	406	414
单价 (元)	217	222	222	222	222
吸尘器干机收入	735	954	859	902	920
YoY	50.8%	29.9%	-10.0%	5.0%	2.0%
水机销量 (万台)	256	394	425	447	460
单价 (元)	340	310	316	316	316
吸尘器水机收入	870	1220	1344	1412	1454
YoY	65.3%	40.2%	10.2%	5.0%	3.0%
个护小家电销量 (万台)	588	761	837	1004	1205
单价 (元)	59	58	58	59	60
个护小家电收入	350	438	482	590	722
YoY	374.8%	25.3%	10.0%	22.4%	22.4%
园林工具收入	/	/	60	200	350
YoY	/	/	/	233.3%	75.0%
EPS 电机业务					
EPS 电机销量 (万台)	/	2	30	150	300
单价 (元)	/	240	240	230	220
EPS 电机收入	/	4	72	345	660
YoY	/	/	1842.6%	379.2%	91.3%
家电电机业务收入	13	5	5	3	2
YoY	-53.0%	-64.3%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
其它业务收入	97	220	198	186	181
YoY	13.5%	127.5%	-10.0%	-6.0%	-3.0%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心预测

表 9: 公司营业收入及营业成本预测

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2065	2842	3019	3638	4289
YoY	71.9%	37.6%	6.3%	20.5%	17.9%
营业成本	1508	2292	2363	2818	3294
YoY	72.8%	52.0%	3.1%	19.3%	16.9%
毛利率	27.0%	19.3%	21.7%	22.5%	23.2%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心预测

期间费用率预测情况: 1) 销售费用率: 公司业务主要为 To B 的 ODM 业务, 预计销售费用率将继续维持在较低水平; 2) 管理费用率: 公司 2021 年在业务条件增多的情况下, 管理费用率有所上升, 后续随公司将各业务条线进一步梳理清晰, 管理效率将有所提升, 管理费用率预计将小幅下降; 3) 公司切入汽车电机领域之后积极投入研发, 预计研发费用率较 2021 年有所上升。整体来看, 公司期间费用率在预测期内将保持稳定。

表 10: 公司各项期间费用率预测

期间费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	3.3%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用率	3.6%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用率	3.5%	0.8%	-0.3%	-0.3%	-0.3%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心预测

综上, 我们预计公司 2021-2024 年分别实现归母净利润 4.0/5.0/6.1 亿元, 分别同比+33%/+25%/+22%, 净利率分别达到 13.1%/13.8%/14.2%。

表 11: 公司归母净利润及净利率预测

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	304	301	399	501	609
YoY	103.1%	-1.1%	33%	25%	22%
净利率	14.7%	10.6%	13.2%	13.8%	14.2%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心预测

2、估值对比与投资评级

考虑到德昌股份的小家电代工业务与 EPS 电机业务之间差异较大, 因此我们分别选取两类可比公司作估值参考:

1) 针对小家电业务, 我们选取园林工具和小家电代工企业大叶股份、富佳股份、莱克电气、新宝股份、比依股份作为可比公司, 2022 年可比公司的平均 Wind 一致预期 PE 估值为 20 倍;

2) EPS 电机行业选择同样从事汽车电车及零部件行业的方正电机、大洋电机和科力尔作为可比公司, 2022 年 Wind 一致预期 PE 估值为 44 倍。

考虑到公司家电代工基本盘稳健, 利润具备修复弹性, 同时 EPS 电机业务发展前景向好, 国产替代逻辑顺畅, 我们给予公司“强烈推荐”投资评级。

表 12: 小家电行业可比公司估值对比 (2022 年 7 月 22 日收盘)

证券代码	证券简称	归母净利润 (百万元)			归母净利润 YoY			PE			市值 (亿元)
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300879	大叶股份	155	223	340	178%	45%	52%	22	15	10	34
603219	富佳股份	311	396	504	34%	27%	27%	24	19	15	74
603355	莱克电气	957	1113	1280	90%	16%	15%	16	14	12	152
002705	新宝股份	1107	1323	1535	40%	19%	16%	17	14	12	184
603215	比依股份	151	205	251	26%	36%	22%	22	16	13	33
行业平均								20	16	12	

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

表 13: 汽车零部件行业可比公司估值对比 (2022 年 7 月 22 日收盘)

证券代码	证券简称	归母净利润 (百万元)			归母净利润 YoY			PE			市值 (亿元)
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
002196	方正电机	101	274	476	302%	171%	74%	52	19	11	53
002249	大洋电机	366	487	658	46%	33%	35%	42	32	23	154
002892	科力尔	137	192	258	34%	40%	34%	38	27	20	52
行业平均								44	26	18	

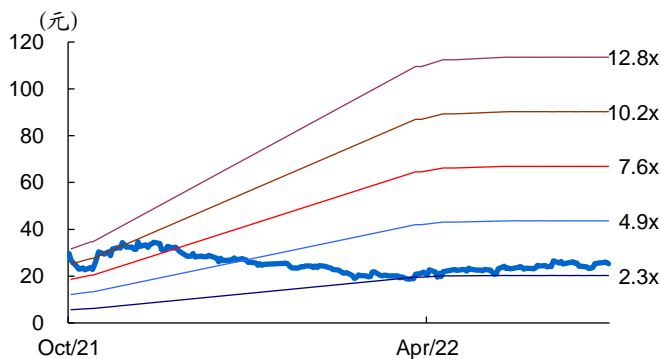
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 41: 德昌股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据, 招商证券

图 42: 德昌股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据, 招商证券

3、风险提示

- 1) 海外代工订单及 EPS 电机销量不及预期:** 公司当前业务高度集中于海外小家电代工, 若订单不及预期, 将对业务产生不利影响; EPS 电机是公司未来业绩的核心增长点, 若销量不及预期, 将对公司成长性造成不利影响。
- 2) 中美贸易摩擦造成关税风险:** 公司收入中出口业务占比较高, 过去几年中美贸易摩擦频繁, 未来若继续出现贸易摩擦, 造成关税上升, 将对公司收入与业绩产生不利影响。
- 3) 汇率及原材料价格大幅波动等:** 公司出口业务占比较高, 因为受汇率影响较大; 同时, 原材料在小家电产品的成本中占比较高, 因此, 若汇率及原材料价格大幅波动, 将会公司业绩确定性造成不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1406	3168	2855	3491	4211
现金	299	1813	1462	1838	2285
交易性投资	22	104	104	104	104
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	752	855	888	1069	1261
其它应收款	44	22	23	28	32
存货	256	333	335	400	468
其他	34	42	44	52	61
非流动资产	432	516	484	457	434
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	293	280	268	259	250
无形资产商誉	70	112	101	91	82
其他	70	124	115	108	102
资产总计	1838	3684	3340	3948	4645
流动负债	1250	1320	1269	1496	1734
短期借款	128	63	0	0	0
应付账款	950	1113	1148	1369	1600
预收账款	25	29	30	36	42
其他	147	115	91	91	92
长期负债	83	71	71	71	71
长期借款	70	30	30	30	30
其他	13	41	41	41	41
负债合计	1333	1391	1340	1567	1806
股本	140	190	190	190	190
资本公积金	43	1480	1480	1480	1480
留存收益	322	622	329	710	1169
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	505	2292	2000	2381	2840
负债及权益合计	1838	3684	3340	3948	4645

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	109	235	414	479	578
净利润	304	301	399	501	609
折旧摊销	47	62	66	61	57
财务费用	74	34	(9)	(11)	(15)
投资收益	(15)	(26)	(38)	(38)	(38)
营运资金变动	(301)	(133)	(4)	(38)	(41)
其它	1	(3)	0	5	6
投资活动现金流	(96)	(158)	5	5	5
资本支出	(158)	(107)	(34)	(34)	(34)
其他投资	62	(51)	38	38	38
筹资活动现金流	46	1370	(770)	(108)	(136)
借款变动	337	443	(87)	0	0
普通股增加	0	50	0	0	0
资本公积增加	0	1437	0	0	0
股利分配	(230)	(568)	(692)	(120)	(150)
其他	(62)	8	9	11	15
现金净增加额	59	1447	(351)	376	447

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2065	2842	3019	3638	4289
营业成本	1508	2292	2363	2818	3294
营业税金及附加	8	13	14	17	20
营业费用	7	9	9	11	13
管理费用	68	111	121	146	172
研发费用	73	98	106	127	150
财务费用	72	23	(9)	(11)	(15)
资产减值损失	(11)	(4)	(3)	(2)	(3)
公允价值变动收益	22	3	3	3	3
其他收益	3	10	10	10	10
投资收益	15	26	26	26	26
营业利润	356	330	451	567	690
营业外收入	0	11	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	355	339	451	567	690
所得税	51	38	52	66	81
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	304	301	399	501	609

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	72%	38%	6%	20%	18%
营业利润	113%	-7%	36%	26%	22%
归母净利润	103%	-1%	33%	25%	22%
获利能力					
毛利率	27.0%	19.3%	21.7%	22.5%	23.2%
净利率	14.7%	10.6%	13.2%	13.8%	14.2%
ROE	85.9%	21.5%	18.6%	22.9%	23.3%
ROIC	68.5%	19.8%	17.5%	22.0%	22.5%
偿债能力					
资产负债率	72.5%	37.8%	40.1%	39.7%	38.9%
净负债比率	11.6%	3.2%	0.9%	0.8%	0.6%
流动比率	1.1	2.4	2.3	2.3	2.4
速动比率	0.9	2.1	2.0	2.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.0	0.9	1.0	1.0
存货周转率	8.4	7.8	7.1	7.7	7.6
应收账款周转率	4.1	3.5	3.5	3.7	3.7
应付账款周转率	2.1	2.2	2.1	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	1.14	1.13	1.50	1.88	2.29
每股经营净现金	0.41	0.88	1.56	1.80	2.17
每股净资产	1.90	8.62	7.52	8.95	10.68
每股股利	1.22	2.60	0.45	0.56	0.69
估值比率					
PE	22.2	22.4	16.9	13.5	11.1
PB	13.3	2.9	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	10.2	11.7	9.2	7.6	6.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

史晋星：复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

陈东飞：美国莱斯大学统计学硕士，中国人民大学环境经济管理学学士。2017年入职招商证券，任环保与公用事业行业分析师，2020年任家电行业分析师。

彭子豪：北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

纪向阳：上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300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指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。