

德昌股份 (605555.SH) 新客户 Shark 全品类趋势向好, EPS 电机绑定头部客户打开第二增长曲线

2023 年 10 月 17 日

投资评级: 买入 (维持)

——公司深度报告

日期	2023/10/16
当前股价(元)	17.87
一年最高最低(元)	25.13/13.52
总市值(亿元)	66.54
流通市值(亿元)	24.25
总股本(亿股)	3.72
流通股本(亿股)	1.36
近 3 个月换手率(%)	186.46

吕明 (分析师)	陆帅坤 (分析师)
lvming@kysec.cn	lushuaikun@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790523060001

● 新客户 Shark 全品类趋势向好, EPS 电机绑定头部客户打开第二增长曲线

客户库存去化接近尾声, 叠加 Shark 新客户导入带动下, 2023Q2 公司实现营收 7.8 亿元(+26.7%), 收入拐点显现。2023H1 多元小家电收入占比 32% (+10pcts), 汽车 EPS 电机营收占比 7% (+6pcts), 拓客户、拓品类战略亮点频出。维持盈利预测, 预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 3.3/4.0/4.8 亿元, 对应 EPS 为 0.9/1.1/1.3 元, 当前股价对应 PE 为 20.0/16.6/13.9 倍, 维持“买入”评级。

● 家电业务: 新客户 Shark 爆品频出、趋势向好, 看好持续贡献增量

吸尘器方面, 2023H1 营收跌幅收窄至 12.0%, 公司在保持与 TTI 的合作基础上, 拓展新客户 Shark 新项目, 看好下半年旺季叠加低基数下迎来反转。行业出口端 2023 年 8 月中国吸尘器出口量+41%, 其中对美出口量+53%、重新恢复增长。终端动销良好, 2023 年 8 月美亚吸尘器销售量+55.6%、销售额+92.0%。从美亚渠道竞争看, Shark 显著领先竞争对手, 看好公司切入 Shark 供应链后持续扩大规模。多元小家电方面, 公司为新客户 Shark 代工的 FlexStyle 产品, 凭借卷发、吹风二合一的创新和性价比定价持续热销, 2023 年 7 月美亚销量 1.2 万件, 优于 Dyson 卷发棒 (589 件) 和 Dyson 吹风机 (248 件), 且有 73% 的用户给出 5 星好评, 验证了公司良好的代工品质和交付能力, 有助于公司获得更多新项目。

● 汽车电机业务: 绑定头部客户、在手订单充沛, 迎来国产替代机遇

相较于 EPS 电机头部供应商日本电产, 公司具有产品更具性价比、决策链条更短、客户响应度更高等优势, 看好迎来国产替代风口机遇。截至 2023 年 6 月 30 日, 公司已累计实现 28 个汽车电机项目的定点, 其中, 已实现量产项目 16 个。2023 年-2026 年定点金额超过 23 亿, 客户覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氩等国内外知名转向/制动系统供应商, 看好收入端持续放量。

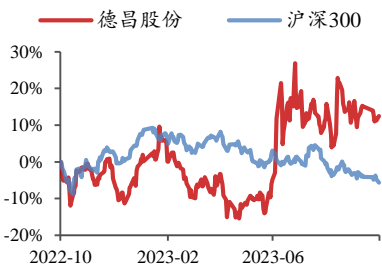
● 风险提示: 海外需求不及预期、原材料成本上行、新业务拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,842	1,938	3,007	3,543	4,171
YOY(%)	37.6	-31.8	55.2	17.8	17.7
归母净利润(百万元)	301	299	333	400	480
YOY(%)	-1.1	-0.7	11.4	20.3	19.9
毛利率(%)	19.3	17.8	18.3	18.5	18.7
净利率(%)	10.6	15.4	11.1	11.3	11.5
ROE(%)	13.1	11.8	12.2	13.3	14.3
EPS(摊薄/元)	0.81	0.80	0.89	1.07	1.29
P/E(倍)	22.1	22.3	20.0	16.6	13.9
P/B(倍)	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《Q2 营收增速拐点显现, 汽车 EPS 电机加速拓展—公司信息更新报告》
-2023.8.30

《2023Q1 收入跌幅收窄, EPS 电机业务迎来放量期—公司信息更新报告》
-2023.5.4

《Q3 收入阶段承压, EPS 电机业务步入收获期—公司信息更新报告》
-2022.11.1

目 录

1、 Q2 营收端拐点显现，拓客户、拓品类、第二曲线亮点频出	4
2、 吸尘器业务：终端动销良好拉动出口拐点显现，切入 Shark 供应链看好贡献增量	5
2.1、 公司：下游客户去库接近尾声叠加新拓 Shark 大客户，带动 2023H1 吸尘器业务跌幅收窄	5
2.2、 行业出口：8 月吸尘器出口高增，对美出口量迎来拐点	5
2.3、 终端动销：2023 年以来延续良好趋势，品牌方面价格带定位更高的 Shark 表现亮眼	8
3、 多元小家电业务：与 Shark 合作爆品吹风机持续贡献收入	9
3.1、 与新客户 Shark 首款合作产品 Shark FlexStyle 持续热销	9
3.2、 Shark 品牌规模增长表现亮眼，看好公司产能扩张加大合作体量	10
4、 汽车电机业务：绑定头部客户订单充沛，迎国产替代机遇	12
4.1、 EPS 电机行业以外资为主，看好国产公司抢份额	12
4.2、 制动电机空间广阔，新能源车带动下渗透率有望提升	13
4.3、 持续斩获头部客户项目定点，在手订单充沛	14
5、 盈利预测与投资建议	15
6、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

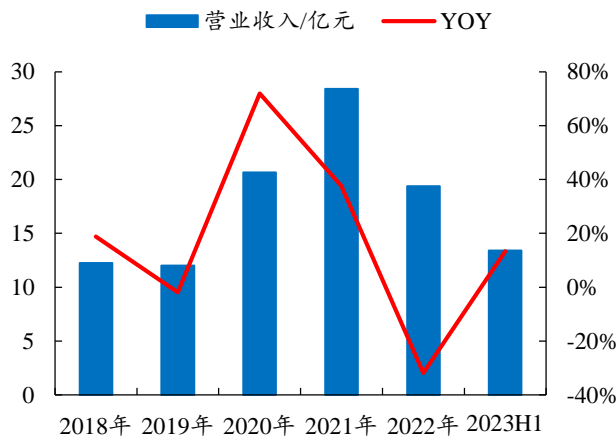
图 1： 2023H1 公司营收 13.4 亿元（+13.3%）	4
图 2： 2023Q2 公司营收 7.8 亿元（+26.7%）	4
图 3： 2022 年吸尘器营收占比 71%（-6pcts）	4
图 4： 2022 年多元小家电营收占比 32%（+10pcts）	4
图 5： 2023H1 公司吸尘器出口收入跌幅收窄至 12%	5
图 6： 2023 年 8 月中国吸尘器出口量 1454 万台（+41%）	5
图 7： 2023 年 8 月中国吸尘器出口额 5.7 亿美元（+18.6%）	6
图 8： 2023 年 8 月中国吸尘器出口额 40.5 亿元（+25.7%）	6
图 9： 2023 年 8 月均价 38.9 美元，环比提升 1.7 美元	6
图 10： 2023 年 8 月均价 278.3 元，环比提升 12.3 元	6
图 11： 2023 年 8 月中国对欧盟吸尘器出口量+39%	7
图 12： 2023 年 8 月中国对美国吸尘器出口量+53%	7
图 13： 2023 年 8 月中国对东盟+印度吸尘器出口量+92%	7
图 14： 2023 年 8 月美亚吸尘器销售量+55.6%、销售额+92.0%	8
图 15： 2023 年 8 月日本亚马逊吸尘器销售量+93.2%、美元口径下销售额+13.4%	8
图 16： 美亚吸尘器销量方面 Shark 领先优势显著	8
图 17： Shark、Dyson 美亚吸尘器销量增长表现较好	8
图 18： 美亚吸尘器销额方面 Shark 领先优势显著	9
图 19： Shark、Dyson 美亚吸尘器销额增长表现较好	9
图 20： Shark FlexStyle 产品具备卷发功能	9
图 21： Shark FlexStyle 产品具备吹风功能	9
图 22： Shark FlexStyle 在 2023 年 2 月以来美亚销量显著高于 Dyson 的吹风机和卷发棒产品	10
图 23： Shark FlexStyle 价格端看低于 Dyson 的吹风机和卷发棒产品	10
图 24： 2023 年 2 月以来美亚渠道 Shark FlexStyle 销量/Dyson Airwrap 卷发棒销量的值保持在 10 以上	10
图 25： 2023 年 3 月至 7 月美亚渠道 Shark FlexStyle 销量/Dyson Supersonic 吹风机销量的值保持在 10 以上	10

图 26: 美亚头发护理品类中 Revlon 品牌销量领先	11
图 27: 美亚头发护理品类 2023 年 3 月以来 Shark 品牌销量均实现翻倍以上增长	11
图 28: 美亚头发护理品类中 2023 年 3 月以来 Shark 品牌销额与 Revlon 品牌接近	11
图 29: 美亚头发护理品类 2023 年 3 月以来 Shark 品牌销额均实现翻倍以上增长	11
图 30: Shark FlexStyle 在美亚用户评价达 4.4 星	12
图 31: 2021 年国内前装 EPS 系统市场份额 CR3 达 54.9%，市场集中度较高	13
图 32: 2010-2018 年国内 EPS 电机市场国内品牌占比不断提升	13
图 33: 2023 年公司 EPS 电机收入 0.88 亿元，同比增长 633.5%	14
表 1: 目前主流 EHB 系统市场为国际龙头公司垄断	14
表 2: 公司客户覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氩等国内外知名转向/制动系统供应商	15

1、Q2 营收端拐点显现，拓客户、拓品类、第二曲线亮点频出

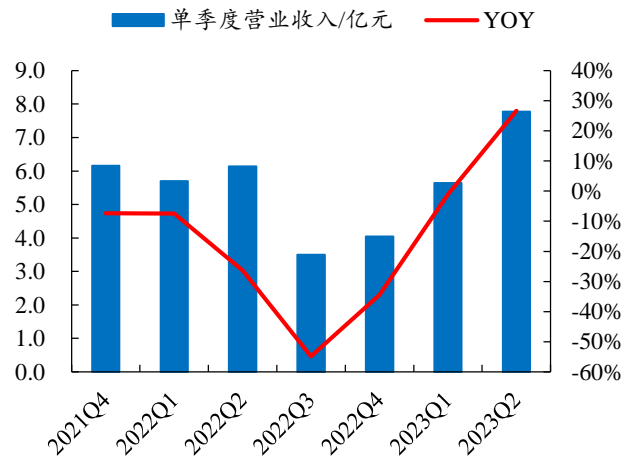
受吸尘器产品下游客户去库存影响，公司营收 2022 年下滑 31.8%，有所承压。在终端动销拉动下，客户库存去化接近尾声，叠加 Shark 新客户的导入、汽车 EPS 电机量产带动下，2023H1 实现营业收入 13.4 亿元(+13.3%)，单季度看 2023Q2 公司实现营业收入 7.8 亿元(+26.7%)，收入拐点显现。

图1：2023H1 公司营收 13.4 亿元（+13.3%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

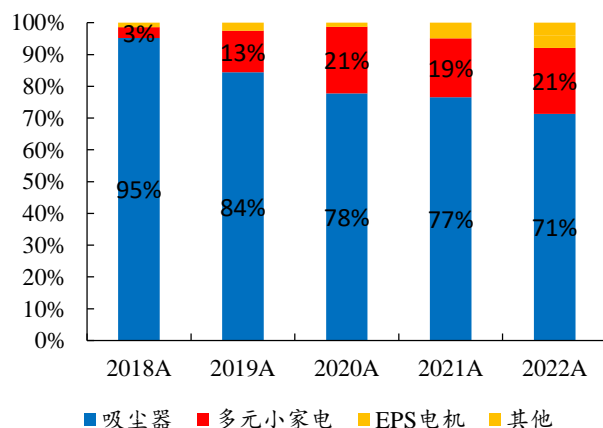
图2：2023Q2 公司营收 7.8 亿元（+26.7%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

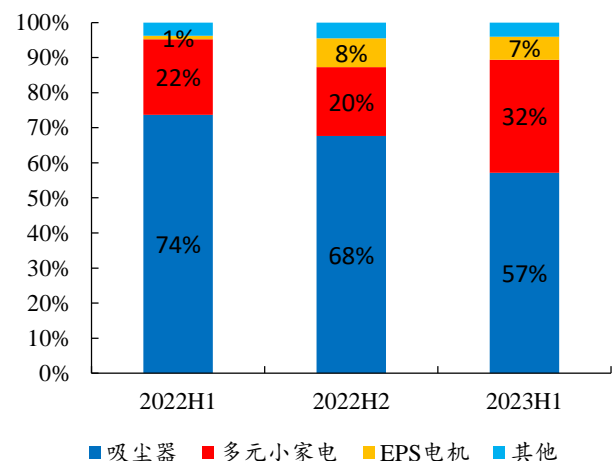
从营收构成看，2018-2022 年多元小家电和 EPS 电机占比延续提升趋势，2022 年吸尘器营收占比 71%，多元小家电营收占比 21%，EPS 电机营收占比 4%，新业务持续贡献收入增量。2023H1 在代工 Shark 卷发吹风二合一产品的拉动下，多元小家电收入占比达 32%，较 2022H1 提升 10pcts，汽车 EPS 电机量产趋势良好，营收占比达 7%，较 2022H1 提升 6pcts，拓客户、拓品类战略亮点频出。

图3：2022 年吸尘器营收占比 71%（-6pcts）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年多元小家电营收占比 32%（+10pcts）



数据来源：Wind、开源证券研究所

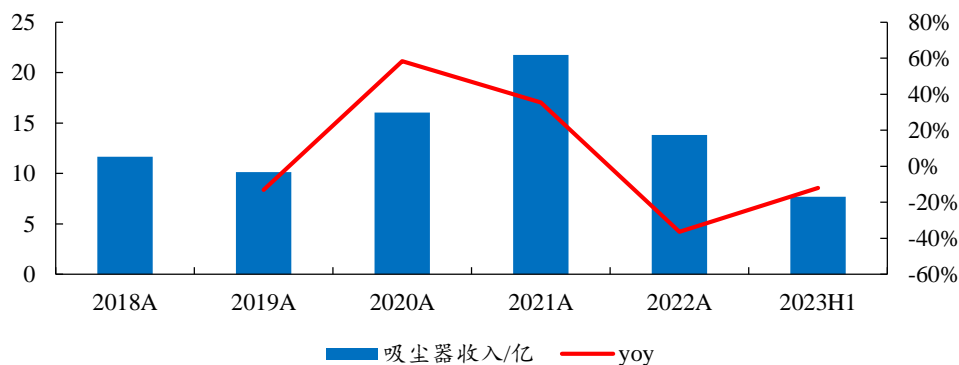
2、吸尘器业务：终端动销良好拉动出口拐点显现，切入 Shark

供应链看好贡献增量

2.1、公司：下游客户去库接近尾声叠加新拓 Shark 大客户，带动 2023H1 吸尘器业务跌幅收窄

从吸尘器品类看，受关税波动影响，2020、2021 年吸尘器营收增速较快，分别增长 58.3%、35.5%；2022 年下游客户去库存影响下吸尘器营收下滑 36.4%，2023H1 在客户库存持续去化下、叠加新客户 Shark 量产贡献收入，公司吸尘器营收跌幅收窄至 12.0%，看好下半年销售旺季叠加低基数下迎来反转。行业终端动销趋势良好、公司在保持与 TTI 的长期良好合作基础上，拓展 Shark 大客户、看好供应份额持续提升。

图5：2023H1 公司吸尘器出口收入跌幅收窄至 12%

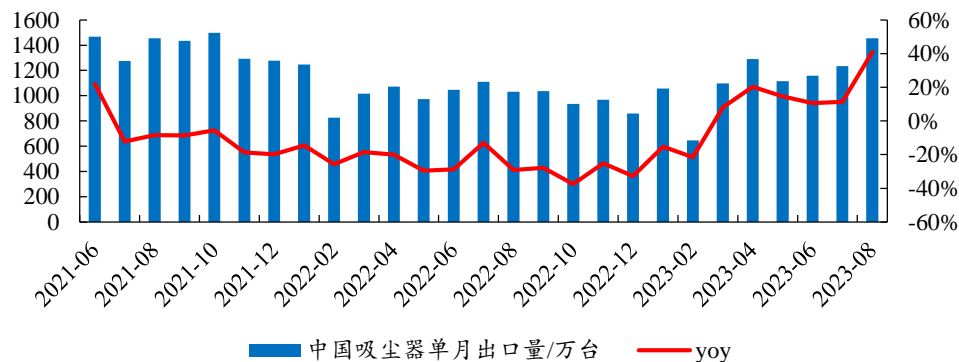


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、行业出口：8 月吸尘器出口高增，对美出口量迎来拐点

行业端看，中国吸尘器出口趋势向好。根据海关数据，2023 年 8 月中国吸尘器出口量 1454 万台，恢复至 2021 年 8 月水平。从出口量增速看，2023 年 8 月为 41%，较 2023 年 7 月的 11.4% 提升显著。从基数端看，2022 年 9-12 月出口量分别 -27.8%/-37.5%/-25.1%/-32.8%，低基数下看好 2023 年出口量延续高增趋势。

图6：2023 年 8 月中国吸尘器出口量 1454 万台（+41%）



数据来源：海关数据、开源证券研究所

从出口额看，2023 年 8 月中国吸尘器出口额重回正增长。美元口径下，8 月出口额为 5.7 亿美元（+18.6%），本币口径下，8 月出口额为 40.5 亿元（+25.7%）。

图7：2023 年 8 月中国吸尘器出口额 5.7 亿美元(+18.6%)

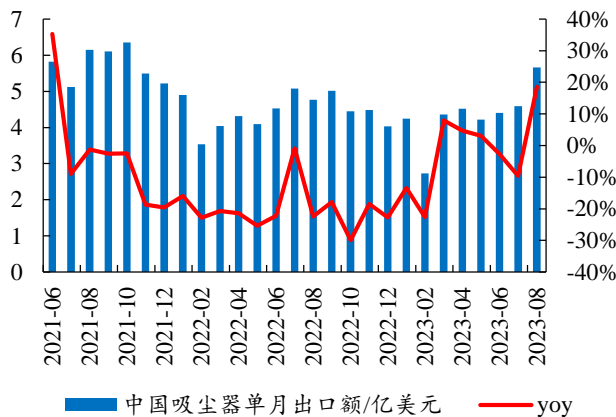
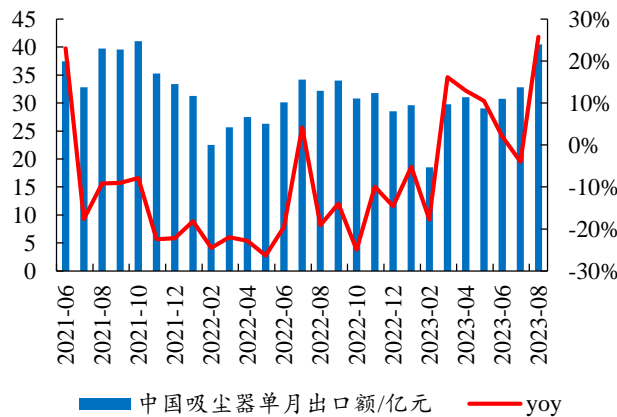


图8：2023 年 8 月中国吸尘器出口额 40.5 亿元(+25.7%)



数据来源：海关数据、开源证券研究所

数据来源：海关数据、开源证券研究所

从吸尘器出口均价看，2023 年 1-4 月有所回落，5 月以来价格延续修复趋势。美元口径下，2023 年 4 月均价 35 美元，5 月以来环比呈现提升趋势。2023 年 8 月均价 38.9 美元，较 2023 年 7 月的 37.2 美元有所提升。本币口径下，2023 年 4 月均价下滑至 240.6 元，5 月以来呈现逐月提升趋势，2023 年 8 月均价为 278.3 元，较 7 月的 266.0 元有所提升，看好价格端企稳。

图9：2023 年 8 月均价 38.9 美元，环比提升 1.7 美元

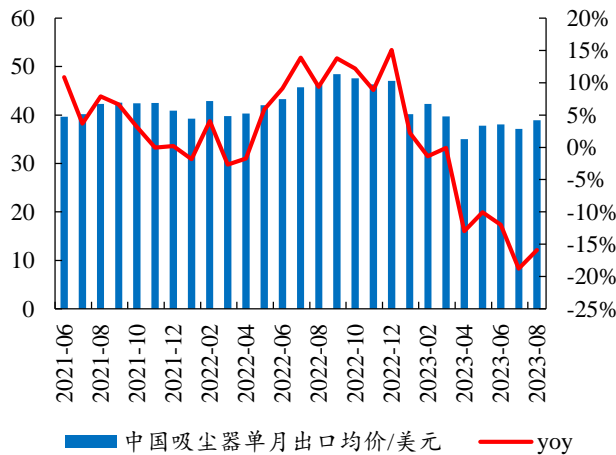
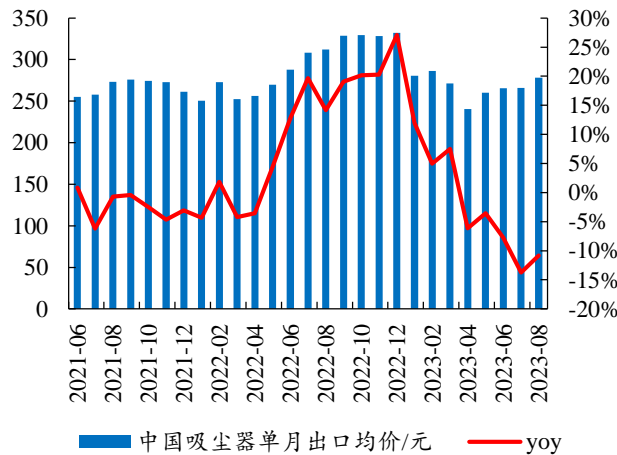


图10：2023 年 8 月均价 278.3 元，环比提升 12.3 元



数据来源：海关数据、开源证券研究所

数据来源：海关数据、开源证券研究所

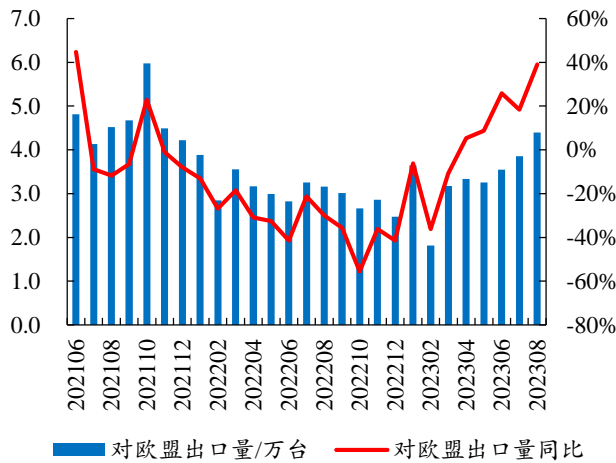
分区域看，中国对欧盟吸尘器出口量恢复快于美国，在 2021 年下半年欧美出口开始承压的背景下，对东南亚出口持续提升趋势。

中国对欧盟国家吸尘器出口量增速在 2021 年 7 月出现由正转负并持续承压，在 2023 年 4 月迎来反转，随后出口量保持逐月提升趋势，2023 年 8 月出口量恢复至 4.4 万台，同比提升 39%，环比提升 14%，恢复至接近 2021 年 8 月 4.5 万台的出口量水平。

中国对美国吸尘器出口量增速自 2021 年 5 月开始由正转负后持续承压，直至 2023 年 8 月再次恢复正增长。2023 年 8 月对美出口量恢复至 4.4 万台，同比提升 53%，

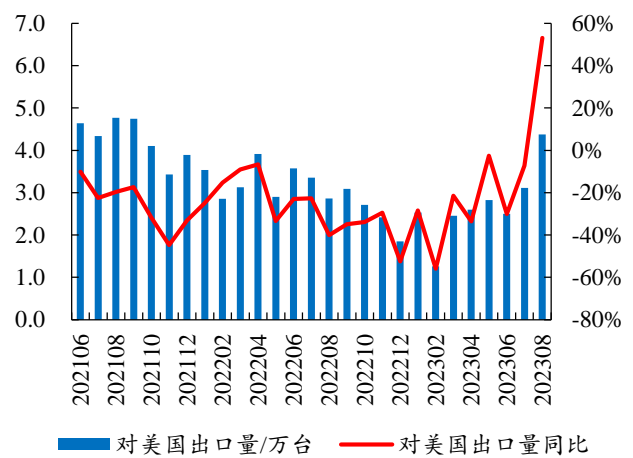
环比提升 40%，恢复至接近 2021 年 8 月 4.8 万台的出口量水平。

图11：2023 年 8 月中国对欧盟吸尘器出口量+39%



数据来源：海关数据、开源证券研究所

图12：2023 年 8 月中国对美国吸尘器出口量+53%

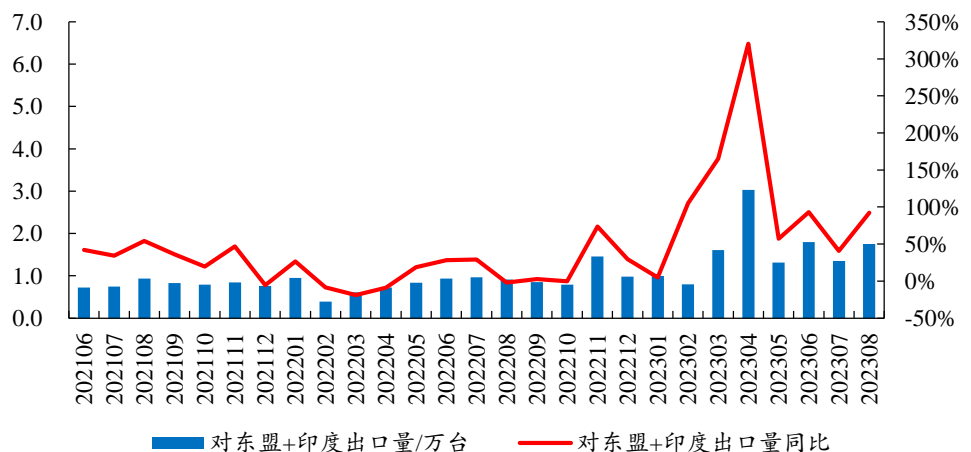


数据来源：海关数据、开源证券研究所

在近年来国内吸尘器企业加快东南亚产能布局的背景下，2022 年 9 月以来中国对东盟+印度的吸尘器出口量延续提升趋势，2023 年以来进一步提速增长，2023 年 8 月中国对东盟+印度的吸尘器出口量达 1.8 万台，同比提升 92%，环比提升 30%。

公司通过在越南布局产能，给客户更多样化的选择，有助于平抑因关税波动带来的影响，抗风险能力较强。根据 2022 年年报，“德昌电机越南厂区年产 380 万台吸尘器产品建设项目”在 2 年的建设期内在越南同奈省展鹏县建设年产 380 万台吸尘器产品建设项目，进行小家电产品扩产。项目建成达产后将实现年 380 万台吸尘器产品产能。截至 2022 年年底，越南生产基地厂房面积合计 6000 平方米，人员合计 1300 余人，新增 150 台注塑机、并建成投产小家电装配生产线 18 条，产能达到 300 万台/年的规模，所生产产品直接由越南出口，已经达到满产状态。根据 2023 年中报，2023 年上半年越南生产基地新增 80 万台/年的产能，截至 2023 年 6 月 30 日，可实现 380 万台的年产规模。越南生产基地产能的逐步投产，加快推进国际业务开拓及全球化制造进程，丰富了公司的全球服务网络。

图13：2023 年 8 月中国对东盟+印度吸尘器出口量+92%



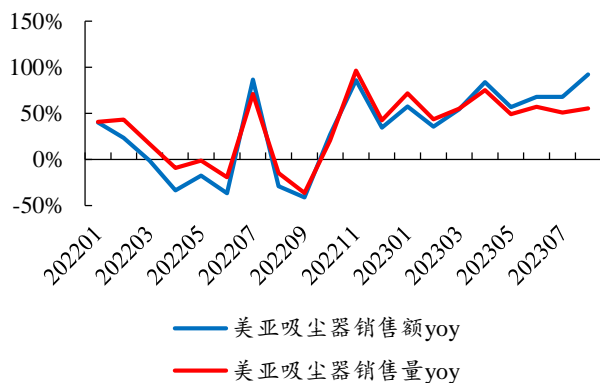
数据来源：海关数据、开源证券研究所

2.3、终端动销：2023 年以来延续良好趋势，品牌方面价格带定位更高的 Shark 表现亮眼

根据久谦数据，2022 年 10 月以来美亚吸尘器销售额、销售量延续双升趋势；其中 2023 年 4 月以来销售额增速快于销售量，产品结构提升趋势明显。2023 年 8 月美亚吸尘器销售量+55.6%、销售额+92.0%。

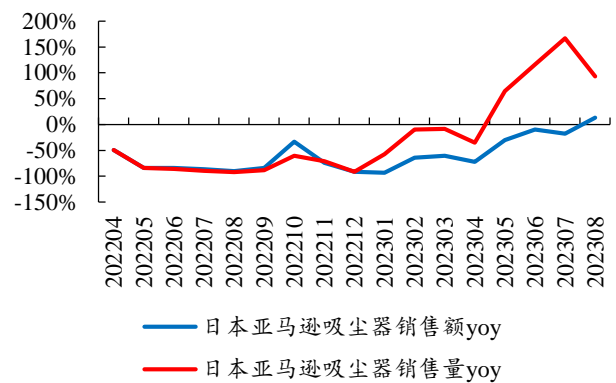
根据久谦数据，日本亚马逊平台吸尘器销售量自 2023 年 5 月重新恢复增长，延续较快复苏态势，2023 年 8 月日本亚马逊吸尘器销售量+93.2%。考虑到美元对日元的汇率波动较为剧烈，美元口径下日本亚马逊吸尘器销售额增速慢于销量，2023 年 8 月销售额+13.4%，增速重新回正。

图14：2023 年 8 月美亚吸尘器销售量+55.6%、销售额+92.0%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

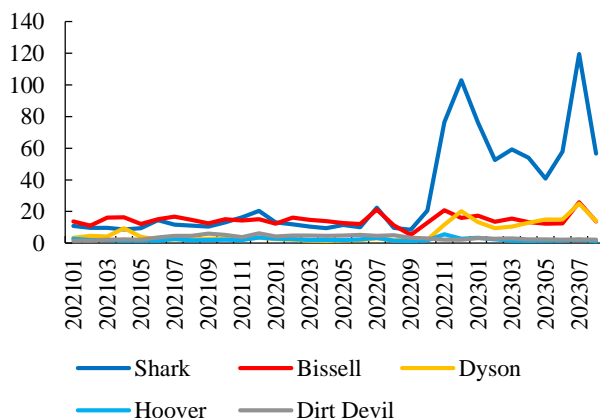
图15：2023 年 8 月日本亚马逊吸尘器销售量+93.2%、美元口径下销售额+13.4%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

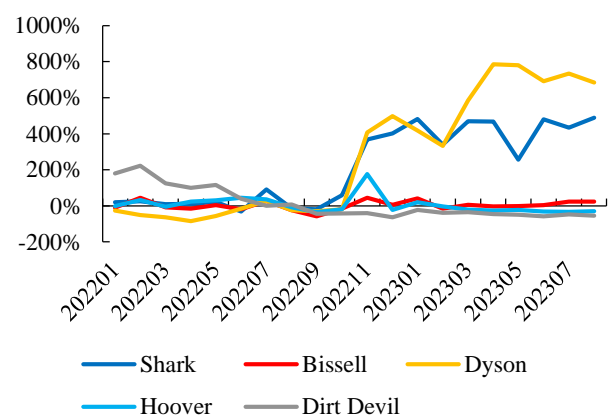
根据公司招股说明书，公司出口代工吸尘器品牌为 Hoover、Dirt Devil、Vax；考虑到公司新切入的 Shark 品牌主打中高端，与性价比品牌 Hoover、Dirt Devil、Vax 不属于同一价格带，品牌间的终端竞争预计有限。从品牌竞争角度看，2022 年 10 月以来，价格带定位更高的 Shark、Dyson 在销量和销额方面增长表现均好于定位性价比的 Bissell、Hoover、Dirt Devil，从绝对值方面，Shark 显著领先竞争对手。看好公司切入 Shark 供应链后，享受客户终端份额持续提升的红利，持续扩大自身吸尘器收入规模。

图16：美亚吸尘器销量方面 Shark 领先优势显著



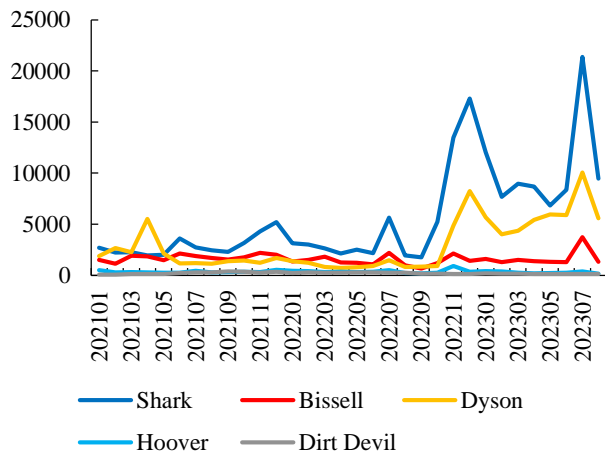
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图17：Shark、Dyson 美亚吸尘器销量增长表现较好



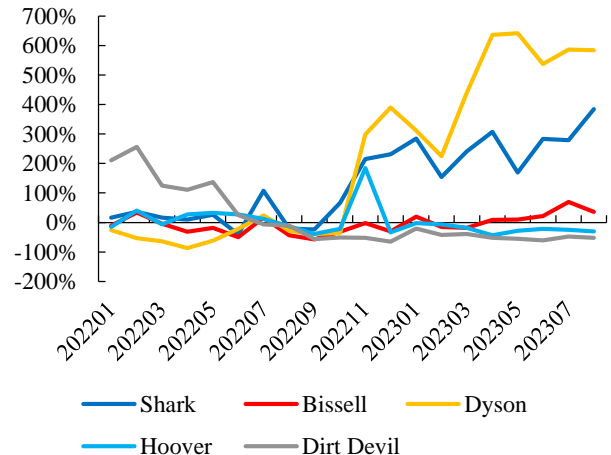
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图18：美亚吸尘器销额方面 Shark 领先优势显著



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图19：Shark、Dyson 美亚吸尘器销额增长表现较好



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

3、多元小家电业务：与 Shark 合作爆品吹风机持续贡献收入

3.1、与新客户 Shark 首款合作产品 Shark FlexStyle 持续热销

公司 2023 年成功拓展新客户 Shark，为 Shark 代工制造 FlexStyle 产品，该产品同时具备卷发、吹风二合一功能，定价 299 美金，显著低于戴森 Airwrap 卷发棒的 599 美金以及戴森 Supersonic 吹风机的 429 美金。在消费者对戴森引领的卷发、速干等功能具有充分认知的背景下，Shark 在戴森留下的向下空白价格带，凭借创新和性价比很好地满足了消费者需求，Shark FlexStyle 一经发售即热销。

图20：Shark FlexStyle 产品具备卷发功能



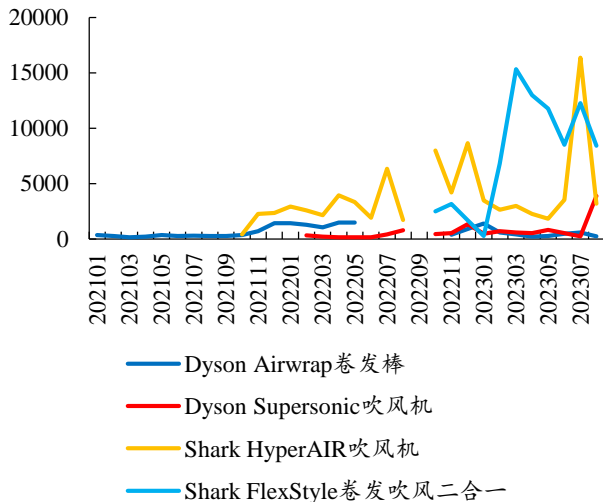
资料来源：Shark 美国亚马逊官方旗舰店

图21：Shark FlexStyle 产品具备吹风功能

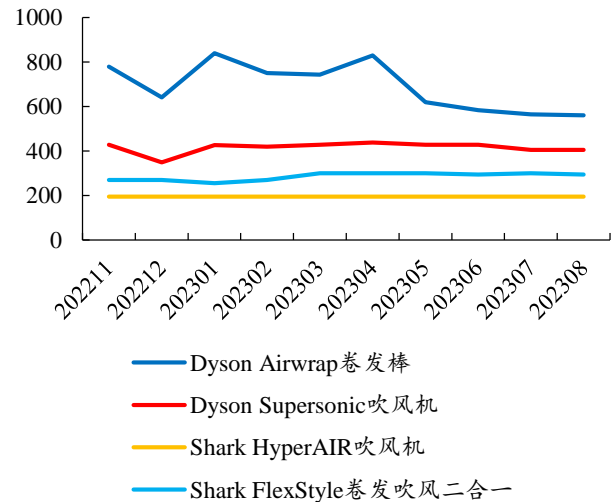


资料来源：Shark 美国亚马逊官方旗舰店

根据久谦数据，2023 年 2 月以来 Shark FlexStyle 以及 Shark HyperAIR 吹风机两款产品在美亚销量显著高于 Dyson 的吹风机和卷发棒产品。2023 年 7 月 Shark FlexStyle 销量 1.2 万件，Shark HyperAIR 吹风机销量 1.6 万件，显著领先于 Dyson Airwrap 卷发棒（589 件）和 Dyson Supersonic 吹风机（248 件）。

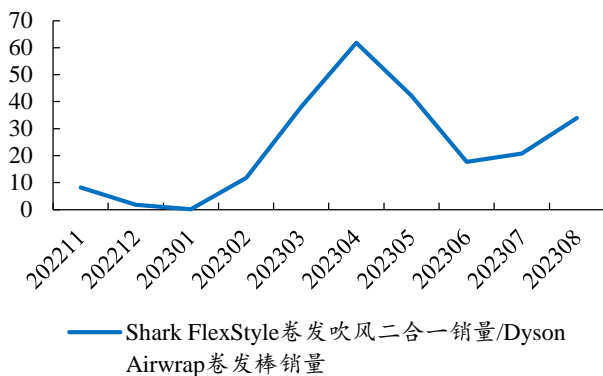
图22: Shark FlexStyle 在 2023 年 2 月以来美亚销量显著高于 Dyson 的吹风机和卷发棒产品


数据来源：久谦数据、开源证券研究所

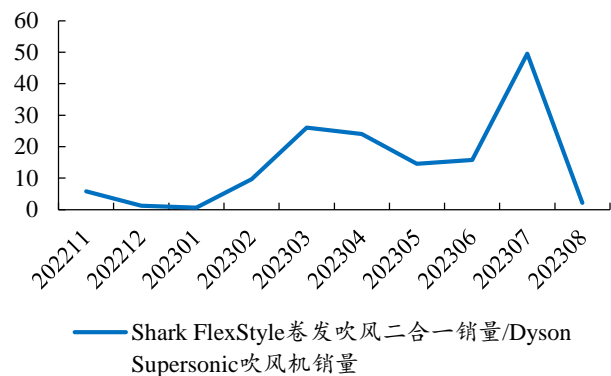
图23: Shark FlexStyle 价格端看低于 Dyson 的吹风机和卷发棒产品


数据来源：久谦数据、开源证券研究所

从单品对比看，Shark FlexStyle 对戴森两款爆品的优势持续放大。2023 年 2 月以来美亚渠道 Shark FlexStyle 销量/Dyson Airwrap 卷发棒销量的值保持在 10 以上，且 6 月以来持续提升，在 2023 年 8 月达到 34。2023 年 3 月至 7 月美亚渠道 Shark FlexStyle 销量/Dyson Supersonic 吹风机销量的值保持在 10 以上。

图24: 2023 年 2 月以来美亚渠道 Shark FlexStyle 销量/Dyson Airwrap 卷发棒销量的值保持在 10 以上


数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图25: 2023 年 3 月至 7 月美亚渠道 Shark FlexStyle 销量/Dyson Supersonic 吹风机销量的值保持在 10 以上


数据来源：久谦数据、开源证券研究所

3.2、Shark 品牌规模增长表现亮眼，看好公司产能扩张加大合作体量

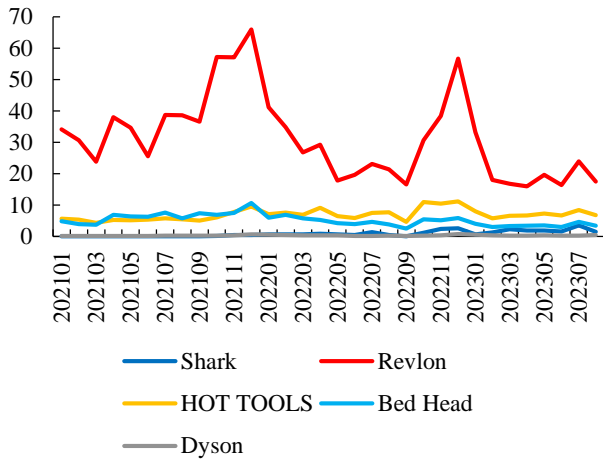
从头发护理工具的品牌维度看，Dyson 和 Shark 定位中高端，Revlon、HOT TOOLS、Bed Head 定位性价比。根据久谦数据，2023 年 8 月美亚渠道 Revlon 均价 27 美元；HOT TOOLS 均价 40 美元；Bed Head 均价 28 美元；Dyson 均价 396 美元；Shark 均价 222 美元。

根据公司招股说明书，公司为 HOT 代工的头发护理家电品牌为 Revlon、Hot Tools。考虑到公司代工的 Shark 品牌与 Revlon、Hot Tools 不属于同一价格带，品牌间的终端竞争预计有限。

从品牌销量规模看，美亚渠道中性价比定位的 Revlon 品牌显著领先于其他竞争

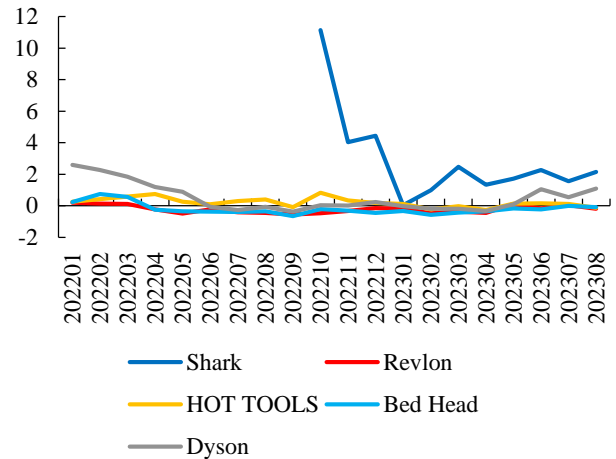
对手。从销量增速看，2023 年 3 月以来 Shark 品牌均实现翻倍以上增长；Dyson 品牌在 2023 年 6 月以来增速表现较好，快于性价比品牌。

图26：美亚头发护理品类中 Revlon 品牌销量领先



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

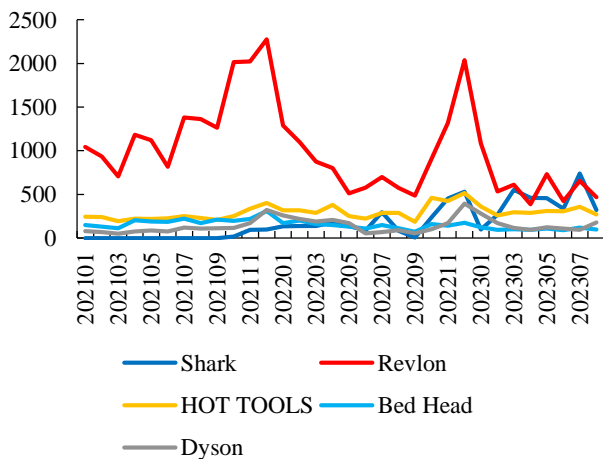
图27：美亚头发护理品类 2023 年 3 月以来 Shark 品牌销量均实现翻倍以上增长



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

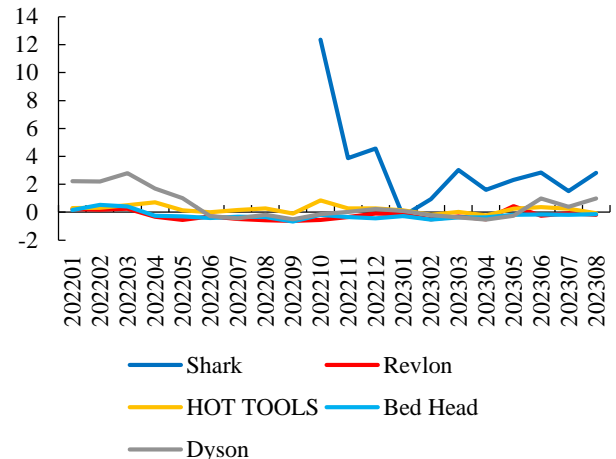
从品牌销额规模看，2023 年 3 月以来美亚渠道中 Shark 品牌与 Revlon 品牌规模接近，在 4 月和 7 月 Shark 销额均反超 Revlon。从销额增速看，2023 年 3 月以来 Shark 品牌均实现翻倍以上增长；Dyson 品牌在 2023 年 6 月以来增速表现较好，快于性价比品牌。

图28：美亚头发护理品类中 2023 年 3 月以来 Shark 品牌销额与 Revlon 品牌接近



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图29：美亚头发护理品类 2023 年 3 月以来 Shark 品牌销额均实现翻倍以上增长



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

通过为客户代工的第一款产品 Shark FlexStyle 在终端持续热销，且美亚用户评价达 4.4 星，有 73% 的用户给出 5 星，验证了公司良好的代工品质和量产交付能力，预计公司将有望收获更多客户的新项目，充分享受 Shark 终端市场份额持续提升的红利机遇。产能端看，公司稳步完成小家电国内产能扩张。根据 2022 年年报，“年产 734 万台小家电产品建设项目”，在 2 年的建设期内拟利用现有厂房对现有生产线进行技术改造，同时，新建生产厂房用以扩大各类小家电的生产规模。项目建成后，产品新增年产能 734 万台生产能力。根据 2023 年中报，新建工厂主体工程已建设完

成，进入验收阶段。**加大小家电海外产能布局。**根据公司公告，公司拟在越南同奈省购置土地并投资建设“年产 300 万台小家电产品建设项目”，项目总投资为 7,750.15 万美元（折合人民币 54,251.04 万元），项目建设完成后，可形成年产卷发梳 100 万台、吹风机 100 万台及加湿器 100 万台的生产能力。

图30：Shark FlexStyle 在美亚用户评价达 4.4 星



资料来源：Shark 美国亚马逊官方旗舰店

4、汽车电机业务：绑定头部客户订单充沛，迎国产替代机遇

4.1、EPS 电机行业以外资为主，看好国产公司抢份额

汽车 EPS 系统是在传统机械转向系统的基础上，增加了传感器装置、电子控制装置和转向助力机构等，通过 EPS 电机产生助力进而帮助汽车实现转向的系统。**EPS 电机行业进入门槛高。**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的驱动电机，从转向系统到整车验证需要 1.5 年-2 年左右，且需通过 IATF1694/VDA6.3 认证体系，在正式量产前所花费的周期较长。而无刷电机结构更为复杂，精度要求严格，且需要在设计阶段进行各种工况的仿真，其生产技术要求亦极其复杂，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，也将难以进入该行业。

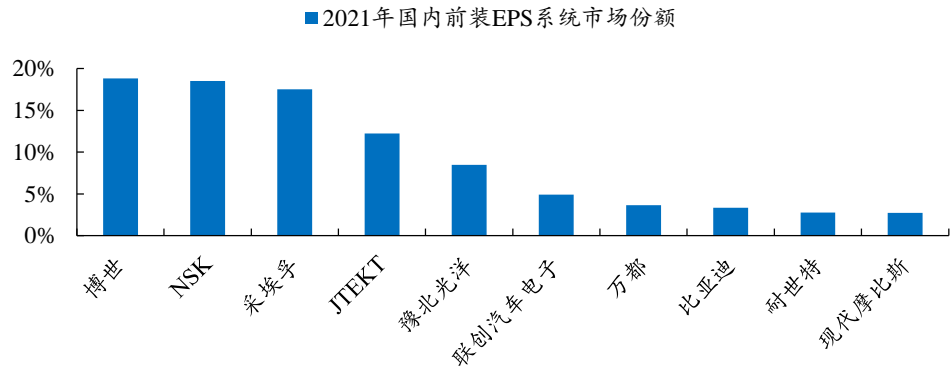
目前全国生产汽车转向系统产品的企业有 80 多家，其中外商独资或合资占 15%，民营企业或混合制企业约占 85% 左右。转向行业中规模较大的企业有 20 余家，生产集中度约 90% 以上。行业企业总资产近 600 亿元，生产能力 4500 万台（套）。2021 年产销达 4000 万台（套）左右，行业总产值约 350 亿元，出口总额 20 多亿美元。

受益于 EPS 系统装车率提升拉动，汽车 EPS 电机国内市场规模保持较快增长。根据智研咨询，2010-2018 年，全国汽车 EPS 电机市场规模从 11.0 亿元增长至 45.5 亿元，CAGR 为 19.2%，2018 年全国总需求量超过 1800 万套。根据高工智能汽车研究院，2021 年国内市场新车（乘用车，不含进出口）前装标配搭载 EPS 上险量为 1989.93 万辆，同比增长 8.3%，前装搭载率为 97.57%。根据公司 2022 年年报，2021 年 EPS 在新能源乘用车市场份额已经占到 99.91%。国内 EPS 电机市场规模 2025 年有望达 57.1 亿元，2022-2025 年 EPS 电机市场规模年化增速约为 5.7%。

从 EPS 系统的竞争格局来看。根据高工智能汽车研究院，博世、NSK、采埃孚

为 2021 年国内前装 EPS 系统三大玩家，市场份额 CR3 达 54.9%。其中公司已拓展到采埃孚、捷太格特、耐世特等头部 EPS 系统客户的定点项目，看好后续突破博世、NSK 等实现头部客户体系的搭建。

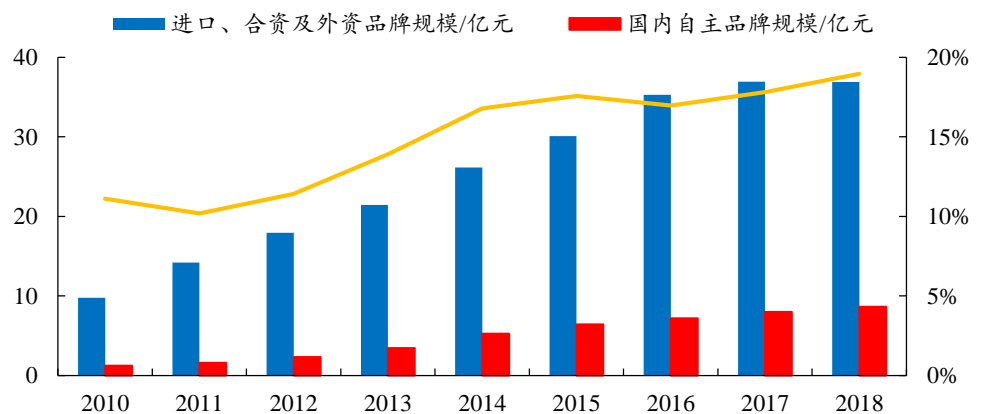
图31：2021 年国内前装 EPS 系统市场份额 CR3 达 54.9%，市场集中度较高



数据来源：高工智能汽车研究院、开源证券研究所

从 EPS 电机的品牌竞争格局来看，2010-2018 年，进口、合资及外资品牌在国内 EPS 电机市场的规模占比较高，国产品牌的规模占比从 2010 年的 11.1%，逐步提升到了 2018 年的 19.0%，国产替代趋势已现。相较于 EPS 电机头部供应商日本电产，德昌股份等国产供应商在持续进行技术累积后，已经基本具备与国际厂商可比的产品研发能力，且具有产品更具性价比、决策链条更短、客户响应度更高等优势，有望与国际、国内 Tier 1 的合作抢占更多市场份额。

图32：2010-2018 年国内 EPS 电机市场国内品牌占比不断提升



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

4.2、制动电机空间广阔，新能源车带动下渗透率有望提升

从汽车制动系统的发展来看，正逐步经历从传统的液压制动，向线控制动转变的过程。线控制动可以分为燃油车、混动、纯电三大类，燃油车基本都采用 ESP(ESC) 做线控制动。混动车基本都采用高压蓄能器为核心的间接型 EHB（电液压力制动）。纯电车基本都采用直接型 EHB，以电机直接推动主缸活塞。

线控制动系统技术门槛较高，全球主要玩家是博世、大陆、采埃孚等 Tier 1 厂家，市场份额较为集中，先发优势明显。其中，博世的 iBooster 是典型的直接型 EHB 产品，通常与 ESP 电子稳定系统配套使用，ESP 电子稳定系统在 iBooster 失效时顶

上，可适用于燃油车、混合动力汽车以及纯电动汽车。iBooster 是目前市场占有率最高的线控制动产品。IPB 为博世的第二代 EHB 产品，是将 iBooster 和 ESP 合二为一，使得制动距离和响应时间缩短，提升安全性，且体积更小，成本更优。随着新能源汽车、高级别智能驾驶汽车的拉动，我们预计线控制动系统渗透率有望迎来快速提升。

表1：目前主流 EHB 系统市场为国际龙头公司垄断

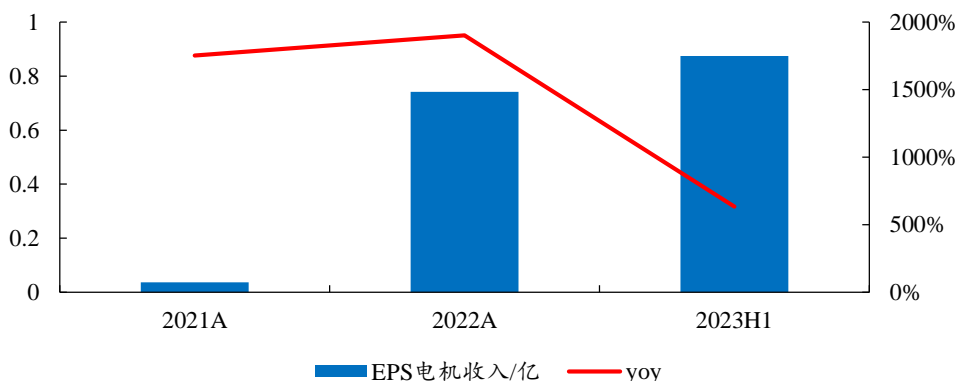
企业	产品名称	量产时间	主要客户
博世	iBooster/IPB	2013 年	通用、本田、吉利、奇点、蔚来、特斯拉
大陆	MK C1	2016 年	阿尔法-罗密欧等
采埃孚	IBC	2018 年	通用等

资料来源：亿欧智库、开源证券研究所

4.3、持续斩获头部客户项目定点，在手订单充沛

从收入端看汽车电机业务迎来快速放量期。2021 年 EPS 电机业务开始贡献收入，2022 年 EPS 电机营收达 0.74 亿，2023H1 公司 EPS 电机收入 0.88 亿元，同比增长 633.5%。

图33：2023 年公司 EPS 电机收入 0.88 亿元，同比增长 633.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司持续斩获头部客户项目定点。2023 年上半年，公司获取 EPS 电机和刹车电机新定点项目 2 个，生命周期 4-5 年，生命周期总销售金额约人民币 5.15 亿。截至 2023 年 6 月 30 日，公司已累计实现 28 个汽车电机项目的定点，其中，已实现量产项目 16 个。2023 年-2026 年定点金额超过 23 亿，客户覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氮等国内外知名转向/制动系统供应商。随着国内外市场的持续开拓以及定点项目的量产，汽车零部件业务逐步形成规模效应，有望持续放量。

公司实现迈向海外市场的重要突破。2023 年上半年公司首个应用于全球车型的耐世特 EPS 电机项目推进顺利，已于 2023 年 5 月实现量产。

公司产品紧跟行业前沿技术发展趋势。2023 年上半年部分 One-box 线控制动电机项目顺利量产，EMB 电子机械制动项目 A 样件开发完成并通过主机车厂的整车验证，可满足 L3 以上级别自动驾驶场景的应用要求。

表2：公司客户覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氩等国内外知名转向/制动系统供应商

序号	客户名称	定点产品	预估销售金额	合同履行期限	定点项目生命周期
1	采埃孚	某型号 EPS 转向系统电机	1.27 亿元	2025 年 1 月-2029 年 12 月	5 年
2	采埃孚	某型号 EPS 转向系统电机	3.2 亿元	2024 年 4 月-2029 年 3 月	5 年
3	耐世特欧洲	某型号 EPS 转向系统电机	4 亿元	2024 年-2031 年	7 年
4	耐世特汽车系统(苏州)	某型号 EPS 转向系统电机	3.2 亿元	2022 年-2027 年	5 年
5	上海利氩	某型号制动电机	1.5 亿元	2022 年 10 月-2025 年 12 月（含开发周 期 90 天）	3 年
6	上海同驭	某型号制动电机	7.8 亿元	2023 年 12 月-2030 年 11 月	7 年
7	捷太格特	某型号 EPS 转向系统电机	3.8 亿元	2023 年 7 月-2031 年 6 月	8 年
8	采埃孚	某型号 EPS 转向系统电机	2 亿元	2023 年 8 月-2027 年 7 月	4 年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

汽车电机产能稳步扩张，满足发展需求。根据公司募投项目“德昌电机年产 300 万台 EPS 汽车电机生产项目”，项目建设完成后可实现年产 EPS 电机 150 万台以及刹车电机 150 万台。根据 2022 年年报，公司汽车零部件业务新增产能 100 万台，及时满足了客户的订单需求。2022 年底公司汽车零部件业务的设计产能达到 300 万台/年。2022 年底公司已有 5 条产线投产进入量产阶段，另有 2 条产线在安装调试中。

5、盈利预测与投资建议

公司拓客户、拓品类进展顺利，引进 Shark 作为战略客户，汽车 EPS 电机业务第二增长曲线加速拓展，我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 3.3/4.0/4.8 亿元，对应 EPS 为 0.9/1.1/1.3 元，当前股价对应 PE 为 20.0/16.6/13.9 倍，维持“买入”评级。

6、风险提示

海外需求不及预期、原材料成本上行、新业务拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3168	2918	3667	3900	4941
现金	1813	1763	2735	3223	3794
应收票据及应收账款	855	662	0	0	0
其他应收款	22	23	46	35	60
预付账款	19	26	44	39	58
存货	333	254	652	413	838
其他流动资产	126	190	190	190	190
非流动资产	516	863	1005	1039	1079
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	280	340	500	554	603
无形资产	112	142	157	175	197
其他非流动资产	124	381	348	310	279
资产总计	3684	3782	4672	4939	6020
流动负债	1320	1159	1835	1832	2565
短期借款	63	350	1673	1652	2376
应付票据及应付账款	1113	649	0	0	0
其他流动负债	144	160	162	180	188
非流动负债	71	85	101	100	98
长期借款	30	0	15	15	13
其他非流动负债	41	85	85	85	85
负债合计	1391	1244	1935	1932	2663
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	190	266	372	372	372
资本公积	1480	1404	1298	1298	1298
留存收益	624	856	1115	1427	1801
归属母公司股东权益	2292	2537	2737	3007	3357
负债和股东权益	3684	3782	4672	4939	6020

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	235	346	-86	747	99
净利润	301	299	333	400	480
折旧摊销	57	63	70	89	104
财务费用	23	-179	-48	9	1
投资损失	-26	-8	-14	-17	-18
营运资金变动	-134	111	-419	276	-456
其他经营现金流	14	60	-8	-10	-12
投资活动现金流	-158	-392	-192	-100	-120
资本支出	107	365	212	123	144
长期投资	-53	-29	0	0	0
其他投资现金流	2	2	19	24	24
筹资活动现金流	1370	154	-72	-139	-132
短期借款	-66	287	1323	-21	724
长期借款	-40	-30	15	-1	-2
普通股增加	50	76	106	0	0
资本公积增加	1437	-76	-106	0	0
其他筹资现金流	-12	-103	-1411	-117	-855
现金净增加额	1436	208	-350	508	-153

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2842	1938	3007	3543	4171
营业成本	2292	1593	2458	2888	3391
营业税金及附加	13	14	13	16	18
营业费用	9	9	9	11	13
管理费用	111	99	120	110	133
研发费用	98	81	90	78	83
财务费用	23	-179	-48	9	1
资产减值损失	-3	-5	-6	-8	-9
其他收益	10	6	2	6	4
公允价值变动收益	3	1	5	7	6
投资净收益	26	8	14	17	18
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	330	328	378	450	544
营业外收入	11	2	5	6	6
营业外支出	2	7	1	2	2
利润总额	339	324	382	455	548
所得税	38	25	49	55	68
净利润	301	299	333	400	480
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	301	299	333	400	480
EBITDA	347	355	446	556	670
EPS(元)	0.81	0.80	0.89	1.07	1.29

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	37.6	-31.8	55.2	17.8	17.7
营业利润(%)	-7.2	-0.7	15.2	19.1	20.9
归属于母公司净利润(%)	-1.1	-0.7	11.4	20.3	19.9
获利能力					
毛利率(%)	19.3	17.8	18.3	18.5	18.7
净利率(%)	10.6	15.4	11.1	11.3	11.5
ROE(%)	13.1	11.8	12.2	13.3	14.3
ROIC(%)	52.8	28.4	21.7	32.3	27.9
偿债能力					
资产负债率(%)	37.8	32.9	41.4	39.1	44.2
净负债比率(%)	-73.6	-54.7	-37.4	-51.0	-41.1
流动比率	2.4	2.5	2.0	2.1	1.9
速动比率	2.1	2.2	1.6	1.9	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.5	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.5	2.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	3.8	12.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.80	0.89	1.07	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.93	-0.23	2.01	0.27
每股净资产(最新摊薄)	6.16	6.81	7.35	8.08	9.01
估值比率					
P/E	22.1	22.3	20.0	16.6	13.9
P/B	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	14.0	14.4	12.3	9.0	7.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn