

## 家电汽零多维业务布局，长期成长势能充足

2024年08月16日

► **深耕清洁电器电机及整机代工，外延拓展至小家电及汽车 EPS 电机。**吸尘器整机出口代工为公司基本盘业务，公司与吸尘器龙头企业 TTI 达成多年战略合作，2007 年开始为其供应吸尘器电机，2012 年开始为其供应吸尘器整机，TTI 作为公司第一大客户，2023 年销售额占比超过 50%。在稳健的主业基础上，公司分别于 2017 年、2019 年进军汽车 EPS 电机及多元小家电代工领域，2023 年小家电及汽零营收占比达到 29.63%/7.26%，目前公司已形成以吸尘器为基础业务、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。

► **核心看点一：新客户及新品类持续拓展，小家电收入有望维持高增**

公司在与大客户 TTI 合作的过程中积累了丰富的经验，并制定了战略大客户合作路线，分别在 2019 年、2023 年切入小家电优质大客户 HOT、SharkNinja 的供应链，成功将公司在家电板块的产品品类由吸尘器拓展到了个人美容护理（卷发梳、吹风机等）及环境家居（空气净化器、风扇等）小家电领域。2023 年公司小家电营收达 8.22 亿元，2019-2023 年 CAGR 达 82.82%。德昌与大客户合作空间较大，在新品类持续拓展的趋势下，公司小家电收入有望维持高增。

► **核心看点二：汽车 EPS 电机放量节奏加快，在手订单进入兑现期**

当前，EPS 电机大部分市场份额由国际企业掌握，国内企业正加速实现技术突破，EPS 电机的国产替代空间广阔。公司自 2017 年开始汽车电机零部件的研发，主要产品为 EPS 无刷电机及制动电机，2022 年公司凭借优秀的技术实力成功通过采埃孚、耐世特、捷太格特等国内外知名客户认证，目前累计汽零在手订单已超过 50 亿元。公司的募投项目规划了年产能 300 万台汽车电机产能建设项目，目前已建成 8 条产线，还有 3 条产线在建，预计今年 12 月建成。公司汽车零部件自 2022 年正式量产，2023 年收入已超 2 亿元，随着产能建设进程的推进，公司在手订单进入兑现期，汽零业务放量节奏有望加速。

► **投资建议：**公司吸尘器代工业务深度合作大客户 TTI，小家电业务规模通过新客户、新品类拓展有望实现快速增长，汽零产能建成在即，在手订单进入兑现期。家电与汽车零部件双轮驱动下，我们认为公司具备长期成长性。预计公司 2024/2025/2026 年分别实现营收 37.86/47.08/55.57 亿元，实现归母净利润 4.15/5.19/6.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.11/1.39/1.72 元，对应 PE 分别为 14x/11x/9x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**海外家电需求不及预期风险；客户集中度较高风险；产能建设及爬坡进度不及预期风险；汇率波动风险。

推荐

首次评级

当前价格：

15.97 元



分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

研究助理 谢雨晨

执业证书：S0100123070040

邮箱：xieyuchen\_yj@mszq.com

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,775	3,786	4,708	5,557
增长率 (%)	43.2	36.4	24.3	18.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	322	415	519	641
增长率 (%)	7.9	28.9	25.0	23.4
每股收益 (元)	0.87	1.11	1.39	1.72
PE	18	14	11	9
PB	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 16 日收盘价）

# 目录

<b>1 家电+汽零双轮驱动，多元业务协同成长</b>	<b>3</b>
1.1 深耕电机技术，从家电代工到汽车电机	3
1.2 家电业务营收稳健增长，汽零规模快速提升	5
<b>2 家电：吸尘器电机到整机，小家电业务成长迅速</b>	<b>8</b>
2.1 吸尘器长期增长趋势不变，短期出口复苏	8
2.2 多元小家电业务积极布局，新客户+新品类加速拓展	13
<b>3 汽车零部件：在手订单超 50 亿，进入业绩兑现期</b>	<b>17</b>
3.1 EPS 电机存在技术壁垒，国产替代空间广阔	17
3.2 坚持技术创新驱动，在手订单累计超 50 亿元	19
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>23</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	23
4.2 估值分析	25
4.3 投资建议	25
<b>5 风险提示</b>	<b>26</b>
<b>插图目录</b>	<b>28</b>
<b>表格目录</b>	<b>28</b>

# 1 家电+汽零双轮驱动，多元业务协同成长

## 1.1 深耕电机技术，从家电代工到汽车电机

二十余年聚焦电机研发制造，由家电到汽车探索多元业务方向。德昌股份目前主要从事小家电及汽车 EPS 电机的设计、制造与销售，包括小家电 ODM/OEM 产品、家用电器电机及汽车 EPS 电机，其发展历程可以分为两个阶段：

### 第一阶段 (2002 年-2017 年)：由吸尘器电机到整机，基本盘业务持续扩张。

公司前身为 1998 年成立的余姚市城西线路板五金厂，主要进行吸尘器线路板、五金件等配件的生产；2002 年，公司正式成立，成立之初就定位于吸尘器电机及其他家电电机的生产制造；2007 年，公司凭借优秀的产品性能开始与国际知名品牌 TTI 合作，为其供应吸尘器电机；2012 年，公司把握住 TTI 整机订单转移的契机，成功切入了 TTI 吸尘器 ODM/OEM 供应商体系，开始替代其墨西哥工厂、东莞工厂向 TTI 供应吸尘器整机。

**第二阶段 (2017 年至今)：小家电与汽车业务积极探索，多层次业务格局逐步形成。** 2017 年，为了适应市场环境的变化，公司成立子公司德昌科技，开始汽车 EPS 无刷电机的研发生产；2018 年，公司进军美容美发小家电市场，并于 2019 年开拓新客户 HOT，向其供应卷发梳等产品；2021 年，公司正式在上交所上市；2022 年，公司的汽车 EPS 电机实现量产。经过二十余年的发展，公司构筑了“以吸尘器为基础业务、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：公司从吸尘器电机出发，逐步形成“家电+汽车”多层次业务格局



资料来源：公司官网，公司招股说明书，民生证券研究院

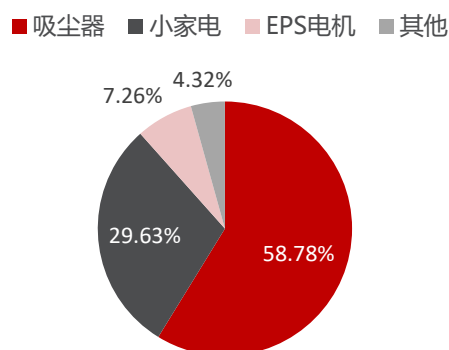
公司的主营产品包括吸尘器、小家电、汽车 EPS 无刷电机及家电电机。吸尘器产品方面，公司主要为欧美知名品牌 TTI 做 ODM/OEM 业务，覆盖 Hoover、Dirt Devil、Vax 等品牌，2023 年吸尘器产品收入占总收入的 58.78%。小家电方面，产品覆盖个人护理电器（包括卷发梳、吹风机等）、地面清洁电器（包括吸尘器水机、干机等）、环境家居电器（包括加湿器、电风扇、空气净化器等），公司以 ODM/OEM 模式服务于 Revlon、Hot Tools、Shark 等品牌，2023 年小家电产品收入占总收入的 29.63%。汽车电机方面，公司研发生产的 EPS 无刷电机、制动电机可以应用于汽车转向/制动系统，2023 年汽车电机收入占总收入的 7.26%。家电电机方面，公司产品除少部分作为配件单独销售外，大部分电机为内部供应，客户包括伊莱克斯、LG 电器等。

图2：公司主营产品矩阵



资料来源：公司官网，公司招股书，淘宝网，苏宁电器，民生证券研究院

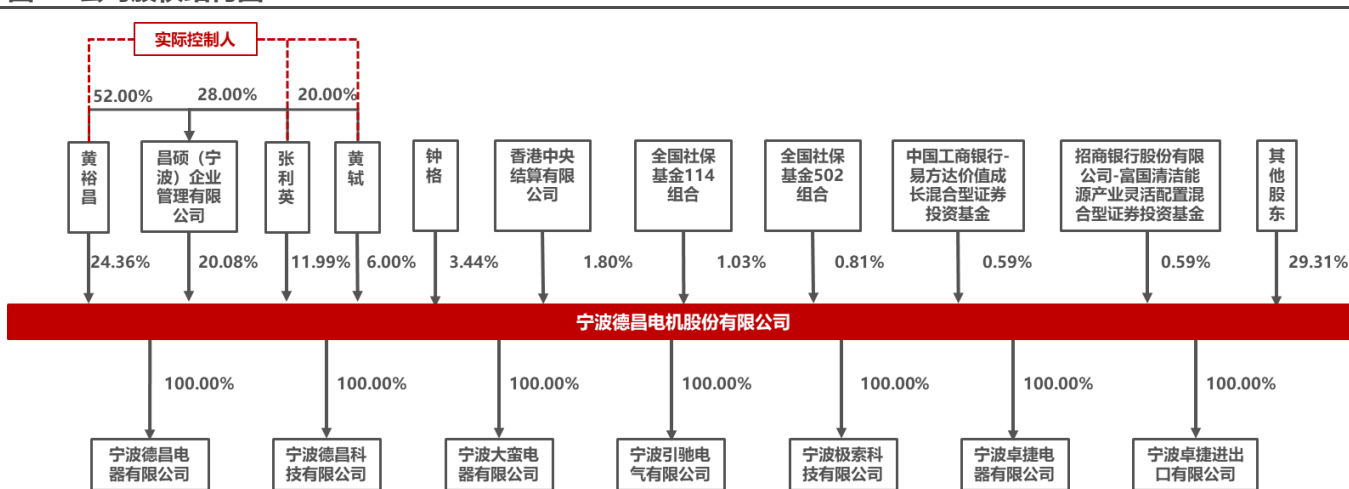
图3：2023 年公司三大产品板块营收占比情况



资料来源：wind，民生证券研究院

**公司股权结构集中稳定，实控人持有公司 63.55% 股权。**公司的实际控制人为黄裕昌先生、张利英女士和黄轼先生，截至 2024 年一季报，三人分别直接持有公司股权的 24.36%、11.99% 和 6.00%，同时三人还通过昌硕企管、宁波德朗、宁波德融、宁波德迈间接持有公司 21.20% 的股权，加总计算，实控人共持有公司 63.55% 的股权。2021 年年报至 2024 年一季报期间，实控人持股比例不曾发生变动。公司旗下的子公司均为全资控股子公司，其中德昌电器有限公司和德昌科技有限公司分别对应家用电器小家电及 EPS 电机业务。创始人黄裕昌先生为公司董事长，黄轼先生系黄裕昌先生和张利英女士之子，现任公司董事兼副总经理。公司股权结构较为集中，核心管理团队从业经验丰富，有助于公司提升决策效率、坚定长期发展战略。

图4：公司股权结构图



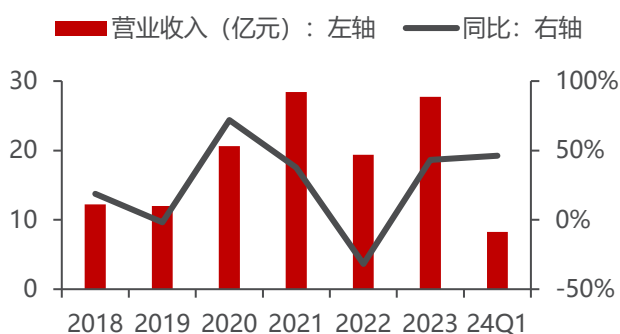
注：数据截至 2024 年一季报

资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 家电业务营收稳健增长，汽零规模快速提升

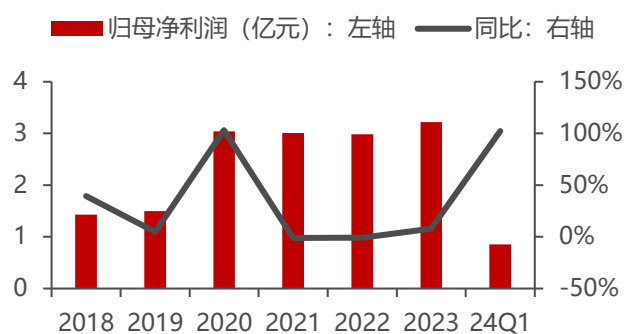
2018年至2023年公司营业收入年复合增速达17.79%。营收方面，2018年至2023年，公司营业收入由12.24亿元增长至27.75亿元。2022年，受到国际形势变动及下游吸尘器产品需求萎缩的影响，公司收入同比-31.80%，2023Q2起公司营收开始恢复增长，2024Q1公司实现营收8.25亿元，同比+46.14%，主要原因为下游订单回暖、新客户增加及汽车电机量产持续落地。归母净利润方面，2018年至2023年，公司归母净利润由1.43亿元增长至3.22亿元，5年复合增速达17.67%，2024Q1公司实现归母净利润0.85亿元，同比+102.33%，主要原因为营收实现高增长及期间费用率的下降。

图5：2018年至2024Q1营业收入与同比情况



资料来源：wind，民生证券研究院

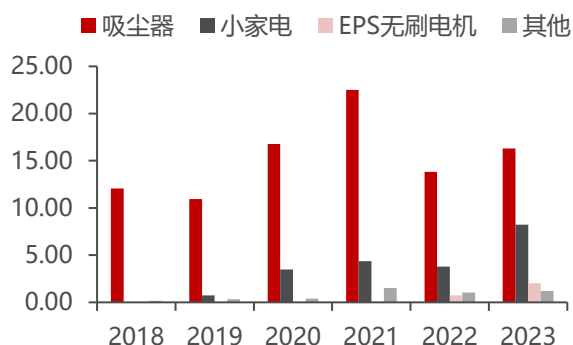
图6：2018年至2024Q1归母净利润与同比情况



资料来源：wind，民生证券研究院

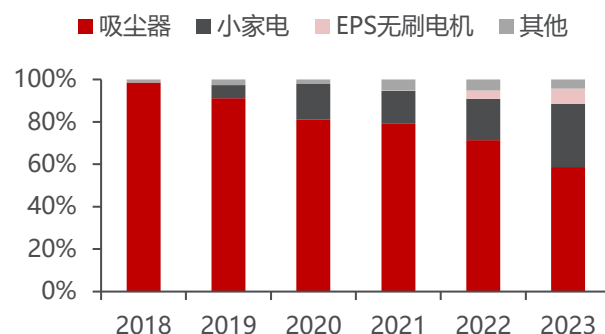
**分业务：吸尘器业务稳健发展，小家电、EPS电机收入规模快速提升。**吸尘器业务为公司第一大收入来源，2018年至2023年吸尘器及相关业务收入由12.07亿元增长至16.31亿元，五年复合增速达6.21%，其中2020/2021年受到吸尘器海外需求高增的影响，公司2020/2021两年吸尘器收入实现了同比53.18%/34.12%的增长。小家电业务自2019年公司开始实现规模收入，占公司营收比例快速提升，2019年至2023年四年复合增速达82.82%，2023年同比增速达117.17%。EPS无刷电机业务自2021年实现小规模收入，随后收入规模快速提升，2023年实现收入2.02亿元，两年复合增速达到637.52%。

图7：2018年至2023年分业务营收（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：小家电及EPS无刷电机收入占比快速提升

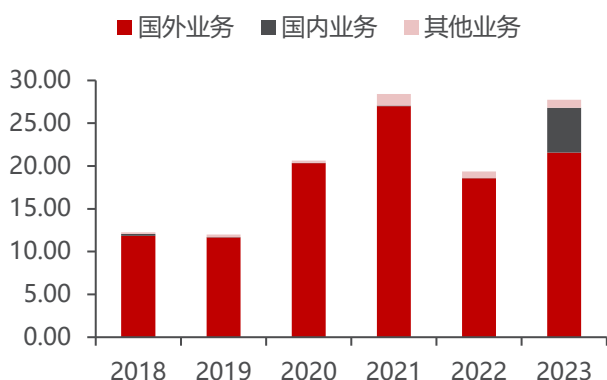


资料来源：wind，民生证券研究院

**分地区：出口业务为公司主要营收来源，2023 年国内业务收入占比显著提升。**

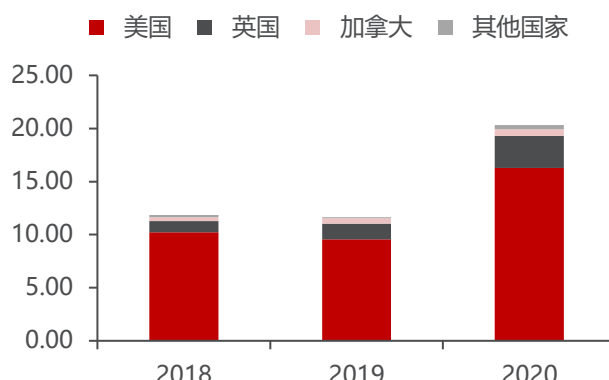
2018 年至 2022 年，国外业务收入占公司收入比例分别为 96.9%/97.0%/98.4%/95.0%/95.8%，其中，美国、英国、加拿大为主要出口地区，2020 年公司美国地区出口收入达 16.29 亿元，占公司整体收入的 78.92%。随着公司对汽车 EPS 电机国内市场的持续开拓，2023 年公司国内营业收入达 5.26 亿元，相比 2022 年的 0.03 亿元同比增长显著。

**图9：2018 年至 2023 年分地区营收（单位：亿元）**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图10：美国为公司出口主要目的地（单位：亿元）**

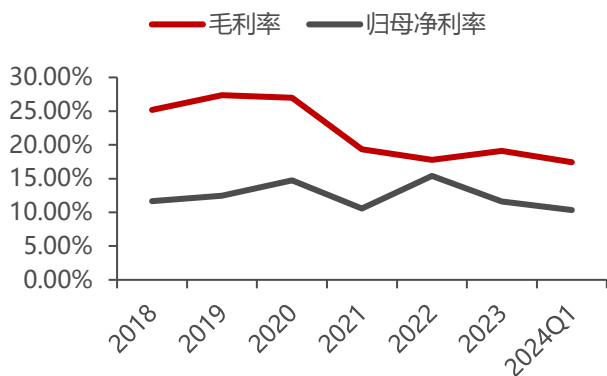


资料来源：wind，民生证券研究院

**归母净利率水平相对稳定，分业务毛利率企稳回升。毛利率方面，2018-2020**

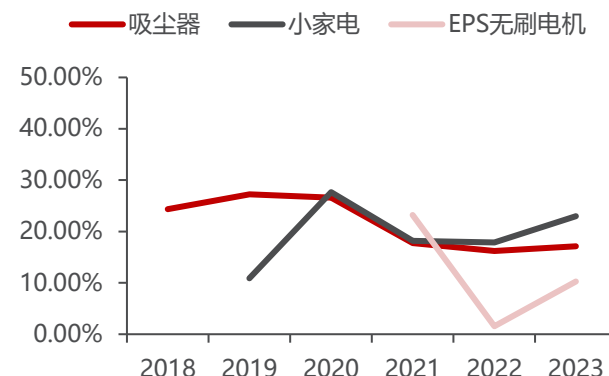
年公司毛利率保持在 25%以上，2021 年，受到汇率及原材料价格影响，公司毛利率降至 19.34%，随后保持相对稳定。**分业务来看**，吸尘器、小家电业务毛利率水平相近，经过 2021 年下滑后逐步企稳回升，2023 年吸尘器、小家电业务毛利率分别为 17.10%/23.00%，同比+0.90pct/+5.11pct；2023 年 EPS 无刷电机业务毛利率为 10.28%，考虑到该业务正在产线建设时期，未来 EPS 电机毛利率水平仍有提升空间。净利率方面，公司归母净利率水平相对稳定，2024Q1 实现归母净利率 10.34%。

**图11：2018 年至 2024Q1 毛利率与归母净利率情况**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图12：2018 年至 2023 年分业务毛利率情况**



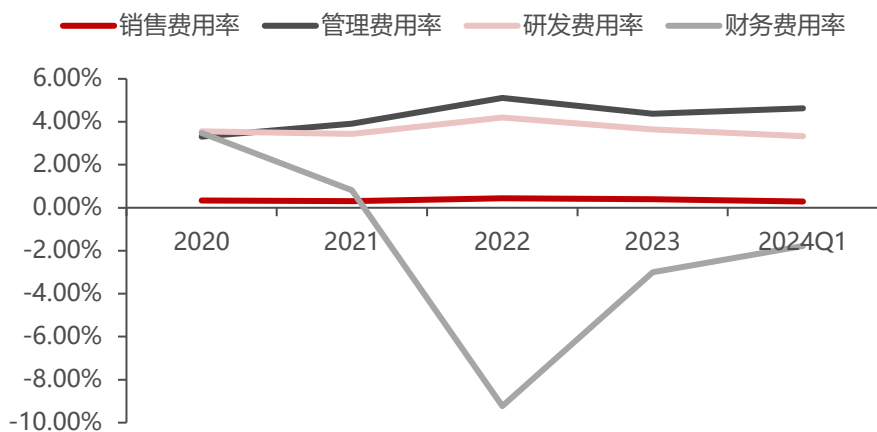
资料来源：wind，民生证券研究院

**公司费用管控能力较强。**销售费用方面，2023 年公司销售费用率为 0.40%，

2020-2023 年公司销售费用水平维持在较低水平并低于同业可比公司（科沃斯、

石头科技等)，主要原因系公司以服务核心客户为战略定位、可比公司自有品牌需要在销售渠道的开拓上投入更多资源；管理费用方面，2023 年管理费用率为 4.38%；研发费用方面，2023 年研发费用率为 3.65%，公司坚持研发投入、持续提高产品技术水平；财务费用方面，公司财务费用率波动较大，由于公司海外收入占比较高，因此汇兑收入易受汇率影响而产生波动。

图13：2020 年至 2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率情况








资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 家电：吸尘器电机到整机，小家电业务成长迅速

### 2.1 吸尘器长期增长趋势不变，短期出口复苏

吸尘器可以分为立式、杆式、卧式、手持吸尘器及扫地机器人等子品类。其中，卧式吸尘器为最传统的吸尘器品类，价格低廉、吸力强劲但占用空间较大；杆式、立式吸尘器将空气装置转移至手柄的中部或底部，相较于卧式吸尘器提升了空间利用率与便携程度，兼具吸力和美观性；手持吸尘器的设计轻巧，适用于功率要求低、臂长即可触及的场景；扫地机器人具备较小的体积与噪音，是目前自动化、智能化最高的吸尘器形式，但目前只能应用于平面的小吸力作业。**全球范围内来看，卧式、杆式、立式吸尘器占据市场的主要部分**，根据欧睿数据，2023年卧式、杆式、立式吸尘器全球市占率分别为32%、23%、19%。**美国市场中，立式吸尘器为最畅销的吸尘器品类**，根据欧睿数据，2023年美国吸尘器销量的41%由立式吸尘器贡献。

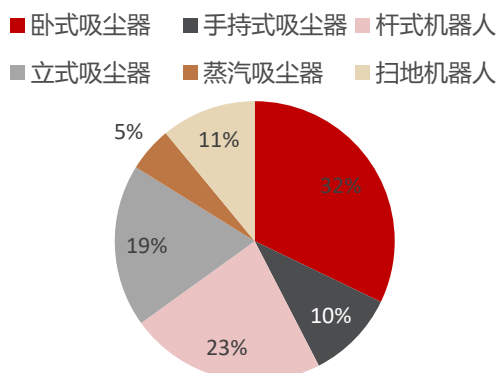
表1：吸尘器子品类及其特点

品类	图示	介绍
立式吸尘器（干机、水机）		空气动力装置位于吸尘器中部，总体呈粗杆状，吸力强劲，整体结构紧凑美观，在性能和便携美观上做到了较好的平衡  除动力装置外，机器内部有配合设计的水循环装置，启动后具有同时喷水和吸水的功能，在地毯清洗方面表现优秀
杆式吸尘器		形态与立式相似，但动力装置更小且更靠近把手侧，因此总体更加小巧轻便，灵活性强。
卧式吸尘器		设计传统，通用性强，价格低廉，但是设计紧凑性一般，占用空间较大，时尚性方面表现不足
手持吸尘器		设计轻巧，专门为车内、沙发、床面、桌面等功率要求低、臂长即可触及的场景设计。但是功率较小，吸力较弱、操作距离短，续航时间较一般，通用性较差
扫地机器人		完全自动化运行，无需人工操作，能够轻松进入传统吸尘器不能到达的地方，体积小，噪音小。目前扫地机器人只能进行地面清洁，无法使用于床、沙发、窗帘等，且其功率小，吸附力弱

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

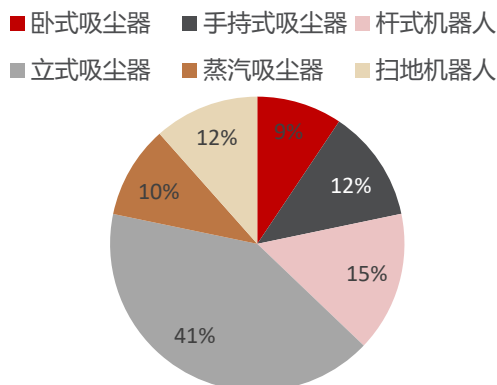


图14: 卧式、杆式、立式吸尘器占据全球销量主要部分



注: 根据 2023 年全球吸尘器销量计算;  
资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

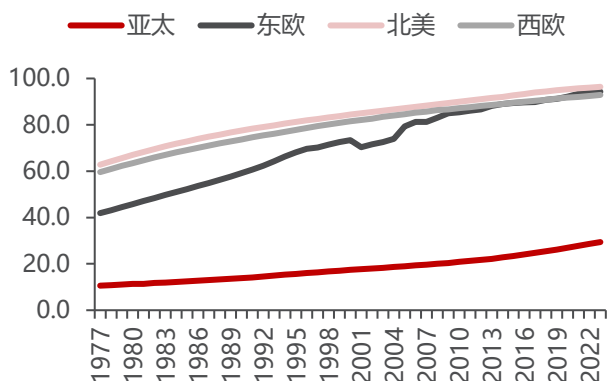
图15: 立式吸尘器是美国市场最畅销品类



注: 根据 2023 年美国吸尘器销量计算;  
资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

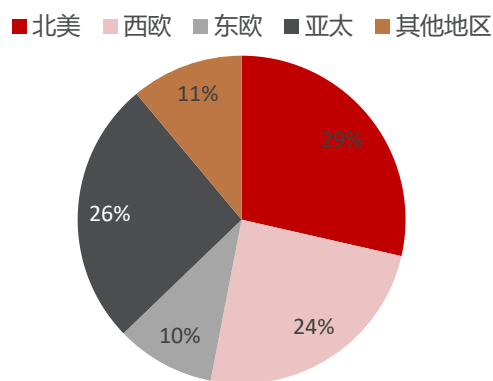
**欧美地区吸尘器市场成熟, 占据全球市场销量半数以上。**欧美吸尘器市场庞大且成熟, 根据欧睿统计数据, 北美/东欧/西欧地区吸尘器渗透率分别于2011/2017/2018年突破90%, 2023年北美/东欧/西欧地区的吸尘器渗透率分别达到96.4%/94.3%/92.9%, 吸尘器在欧美地区已经由“可选电器”过渡到“必选电器”。相比之下, 2023年亚太地区吸尘器渗透率为29.4%, 仍处于较低水平。从渗透率增长趋势方面来看, 东欧地区在过去40余年间渗透率提升的幅度最大, 亚太地区渗透率提升幅度低于欧美地区, 未来仍有较大的增长空间。销售量方面, 北美市场为全球最大的吸尘器消费市场, 根据欧睿统计数据, 2023年北美地区吸尘器销量占全球吸尘器销量的29%, 欧美地区吸尘器销量占比之和达63%。

图16: 2023年北美、西欧、东欧地区吸尘器渗透率均超过90% (单位: %)



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图17: 北美为全球最大吸尘器消费市场 (按销售量)

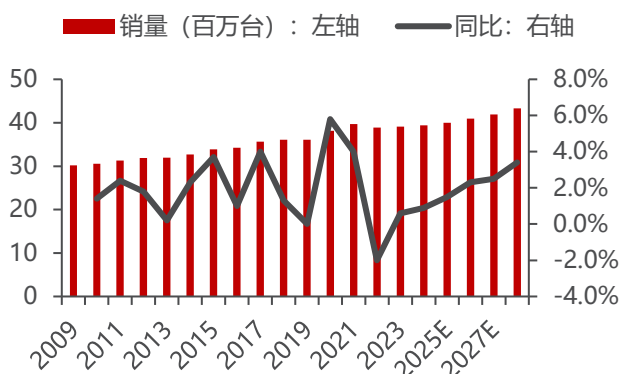


注: 数据为 2023 年销量数据  
资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

**长期来看, 稳定换新需求、产品结构升级是美国吸尘器市场规模增长的主要动力。**一方面, 美国居民人均居住面积较大、家居中地毯的使用比例较高, 吸尘器成为其家居必备的环境清洁电器。根据欧睿数据, 2018-2023年美国市场吸尘器销量的年复合增速为1.6%, 考虑到美国市场吸尘器的渗透率已经超95%, 消费者拥有稳定的换新需求, 预计未来美国吸尘器销量会维持大基数下的小幅度稳定增长。

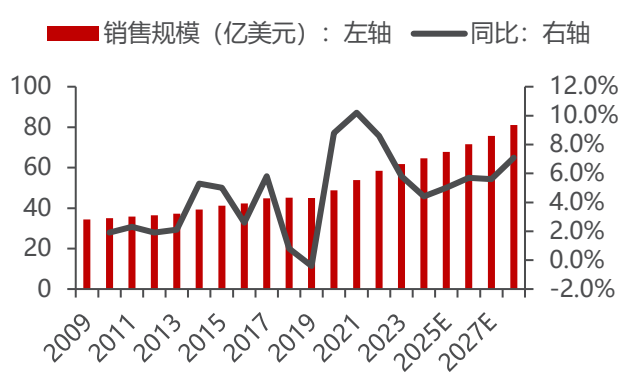
另一方面，近年来，单价较高的水机吸尘器、扫地机器人等销量占比持续提升，美国吸尘器平均销售单价提升明显，2021/2022/2023 年同比增速达到 5.96%/10.82%/5.14%，产品结构的升级将带来吸尘器销售单价的提升。在销量和销售单价的提升趋势下，美国吸尘器销售规模有望保持稳定增长，根据欧睿数据，2018-2023 年美国市场吸尘器销售规模年复合增速达 6.5%，预计 2023-2028 年将保持 5.56%的年复合增速。

图18：2018-2023 年美国市场吸尘器销量年复合增速达 1.6%



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

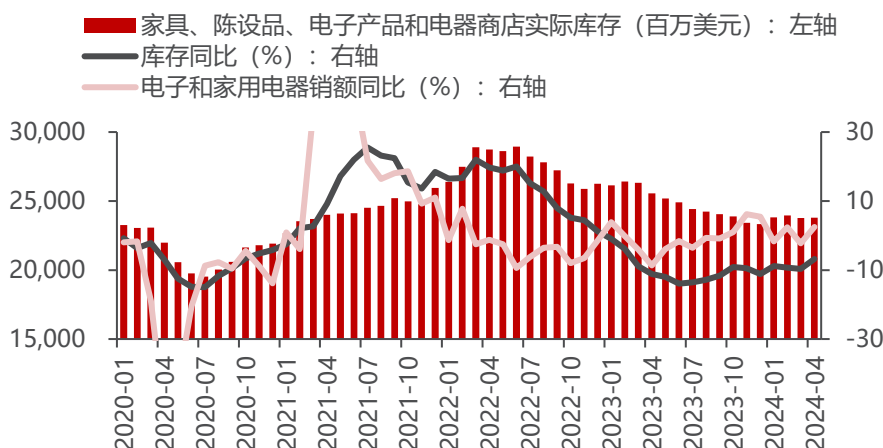
图19：2018-2023 年美国市场吸尘器销售规模年复合增速达 6.5%



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

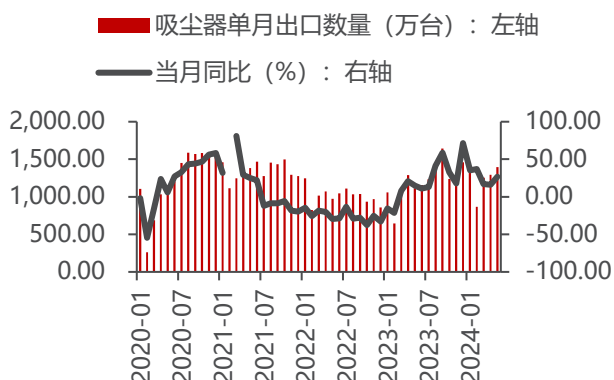
短期来看，美国家电库存或正处于新一轮库存周期起点。对比实际库存同比与电子和家用电器销额同比，2020 年至今美国家电库存经历了主动去库、主动补库、被动补库、主动去库、被动去库的库存周期。当前实际库存处于 2022 年以来相对底部的位置，零售库存同比、电子和家用电器销额同比已有缓慢抬头趋势，后续或将开启新一轮库存周期。我国吸尘器出口情况受美国家电去库存的影响，2021 年 7 月至 2023 年 2 月，吸尘器出口数量连续同比下滑，随着去库存的尾声接近，2023 年 3 月开始，我国吸尘器单月出口数量实现连续 13 个月正增长，后续美国新一轮库存周期的开启有望带动我国吸尘器出口维持增长态势。

图20：美国家电零售及实际库存情况



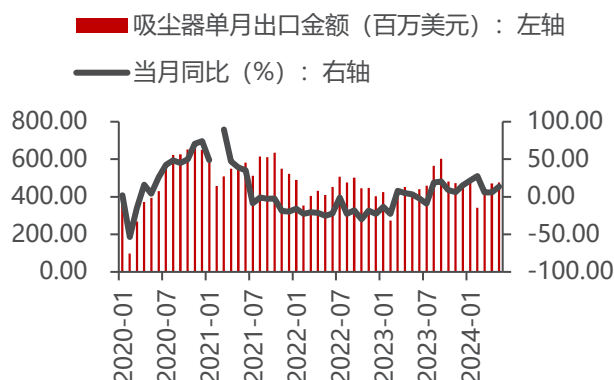
资料来源：wind，民生证券研究院

图21：我国吸尘器单月出口数量自 2023 年 3 月转为同比增长



注：同比剔除 2021 年 2 月极端数据 (327.60%)  
资料来源：wind，民生证券研究院

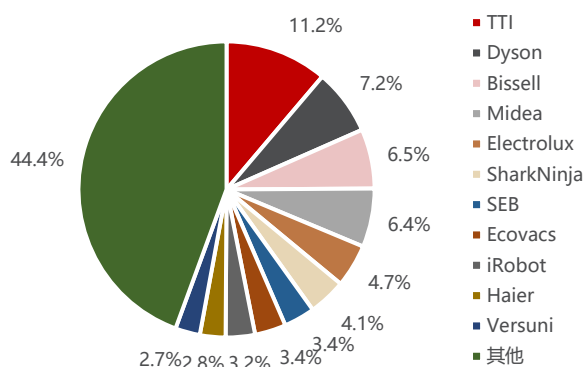
图22：我国吸尘器单月出口金额自 2023 年 8 月转为同比增长



注：同比剔除 2021 年 2 月极端数据 (371.50%)  
资料来源：wind，民生证券研究院

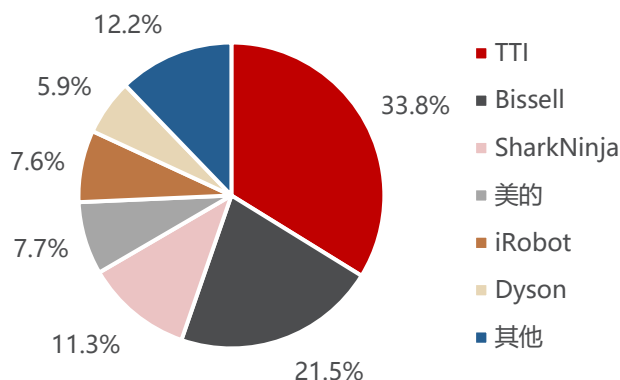
**TTI 为全球吸尘器龙头，2023 年市占率达 11.2%。**全球范围来看，吸尘器市场竞争程度较为激烈，根据欧睿数据，创科实业(TTI)、戴森(Dyson)、必胜(Bissell)为全球市占率前 3 名企业，2023 年市占率分别为 11.2%、7.2%及 6.5%，2014 年至今 TTI 市占率均为全球第一。作为全球最大的吸尘器销售市场，美国吸尘器市场的集中度较高，根据欧睿数据，2014 年至 2023 年，美国市场 CR3 均超过 65%，TTI 市场份额保持第一，市占率持续超过 33%。TTI 旗下的 Dirt Devil、Hoover、Oreck 品牌在美国市场畅销，2023 年在美国市场的市占率分别达到 16.7%、11.3%、2.2%。

图23：2023 年 TTI 占全球吸尘器市场份额的 11.2%



注：数据为 2023 年分销量市场份额  
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图24：2023 年 TTI 占美国吸尘器市场份额的 33.8%



注：数据为 2023 年分销量市场份额  
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

**公司抓住全球龙头 TTI 战略转型机会，与 TTI 建立深度合作关系。**TTI 为全球吸尘器龙头企业，最初由电动工具的代工业务开始创业，后在 2000-2013 年间收购了吸尘器品牌 Vax、Dirt Devil、Hoover、Oreck，构建了电动工具和地板护理两大业务板块，并通过供应链管理、增大产品开发与营销等方式实现了跨越式发展。TTI 布局地板护理业务的初期采用“自产+代工”的生产模式，德昌凭借产品性能优秀与高性价比优势，从 2007 年开始为 TTI 供应吸尘器电机，配合 TTI 实现各收

购品牌盈利能力改善。随着 TTI 各吸尘器品牌盈利企稳,TTI 的战略重心转至研发、市场开拓以维持品牌竞争力,2012 年,TTI 的墨西哥工厂与东莞工厂吸尘器整机订单开始转移,整机代工成为 TTI 吸尘器的主要生产模式。德昌抓住 TTI 战略转型的机会,成功切入 TTI 整机代工供应链,由吸尘器电机供应转为吸尘器整机代工,并与 TTI 维持长期稳定的合作至今。

图25: TTI 地板护理及器具业务发展历史及德昌切入时间点



资料来源:公司公告,TTI 官网,民生证券研究院

表2: TTI 旗下的多个地板护理品牌

类别	品牌名	图标	品牌历史及定位
吸尘器及地板护理工具	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:公司公告,民生证券研究院

**TTI 主要负责产品的发掘、定义与销售,德昌负责产品的设计与生产,两者分工明确。**(1) 产品发掘:TTI 通过持续跟踪市场需求及消费者分析,结合 TTI 品牌的定位、技术能力等发掘市场需求;(2) 产品定义:TTI 将市场需求转化为产品功能、性能需求、系统需求等产品定义;(3) 产品设计:根据产品定义,德昌作为 TTI 的核心整机 ODM/OEM 制造商,通过本身的研发进行产品的具体设计、材料选型、流程设计等,并通过试产、检验等环节确保产品质量稳定性;(4) 产品生产:德昌进行吸尘器整机的生产并交付给 TTI;(5) 产品销售:TTI 将吸尘器产品销售给欧美的 Walmart、Target、Amazon 等渠道商。

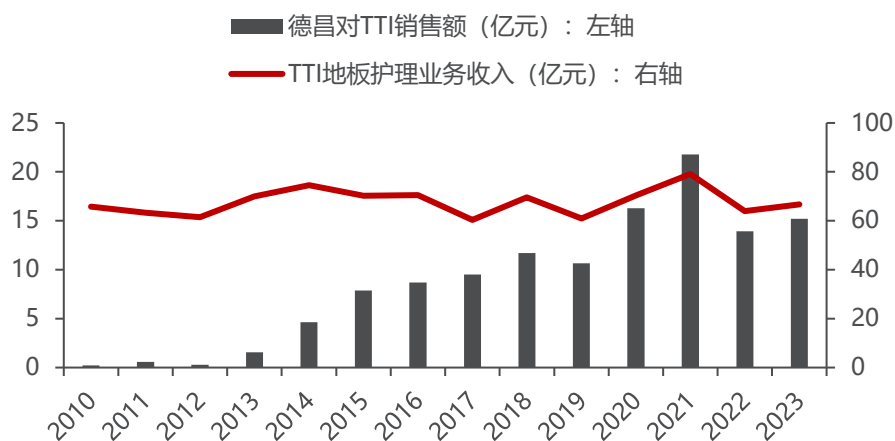
图26：德昌与 TTI 的合作分工明确



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2010 年至 2023 年，TTI 对公司的采购规模提升显著。2010 年至 2023 年，TTI 地板护理业务板块的收入稳定在 60-80 亿元区间，公司凭借优秀的品质把控、交付管理、成本控制等能力，对 TTI 的销售额实现了显著提升。2010 年德昌对 TTI 的销售额在 0.2 亿元左右，2023 年公司对 TTI 的销售额达到 15.2 亿元。TTI 占公司的总销售额的比例在 2017-2018 年高达 92.2%、96.7%，随着公司对小家电业务及 EPS 电机等多元业务的布局，TTI 占公司销售额比例有所下降，2023 年 TTI 销售额占比为 54.73%。

图27：2010-2023 年公司对 TTI 销售额（以人民币计）

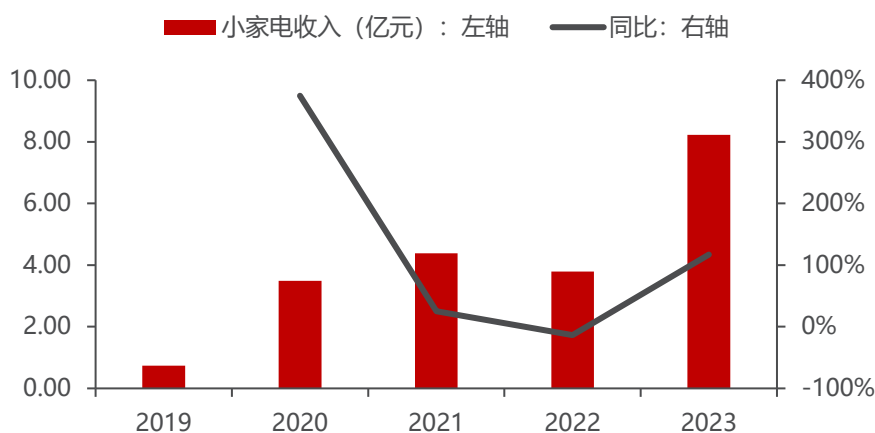


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

## 2.2 多元小家电业务积极布局，新客户+新品类加速拓展

公司积极布局小家电业务，个人护理与环境健康业务迅速起量。公司与 TTI 的合作贡献了家电业务收入的基本盘，在此基础上，公司坚持大客户战略，在小家电领域积极找寻新机，分别于 2019 年、2023 年与 HOT、SharkNinja 建立了战略合作关系。公司与 HOT 的合作聚焦于卷发梳等头发护理家电，与 SharkNinja 的合作聚焦于吹风机、吸尘器、风扇、空气净化器等环境健康小家电。2023 年公司小家电收入 8.22 亿元，小家电收入占总营收比例达到 29.6%，较 2019 年的 6.1% 增长显著，小家电业务正为公司营收增长贡献重要动力。

图28: 2019-2023 年公司小家电收入 CAGR 达 82.82%



资料来源: wind, 民生证券研究院

**个人护理产品合作知名企业 HOT (海伦特洛伊), 公司供应份额快速提升。**

HOT 于 1968 年成立于美国得克萨斯州, 起步于个人护理家电, 2004 年 HOT 将业务拓展到环境清洁电器, 目前, 美容护理用品及家居环境用品为公司两大业务方向, 根据 2024 财年年报, 公司营收超 145 亿人民币, 美容护理用品及家居环境用品收入占比 54.3%及 45.7%。德昌与 HOT 的合作集中于美容护理用品业务, 主要为品牌 Revlon (露华浓) 代工卷发梳。依靠电机技术优势, 德昌与 HOT 的合作持续深化, 2020 年, 德昌对 HOT 的销售收入达到 3.87 亿元, 与 2019 年的 0.77 亿元相比, 供应份额迅速提升, 为公司贯彻大客户战略作出有力验证。

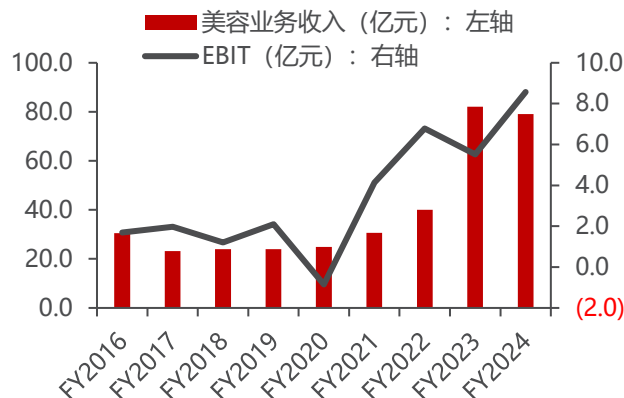
**HOT 个人护理产品品牌力领先, 2023 年在美国市占率达 9.2%。** HOT 在全球 100 多个国家销售商品, 美国是 HOT 最大的市场, 根据 2022/2023/2024 财年年报, HOT 在美国境内的销售额占 HOT 总销售额的 78%/74%/74%。根据欧睿数据, 2023 年 HOT 的个人护理产品在美国市场占有率达 9.2%, 排名第二, 旗下品牌 Revlon 在美国个人护理用品市场的占有率达 8.2%, Revlon 的卷发梳产品占据亚马逊同类热销榜单第 1/9/12 名。

图29: HOT 旗下主要个护及环境家居电器品牌



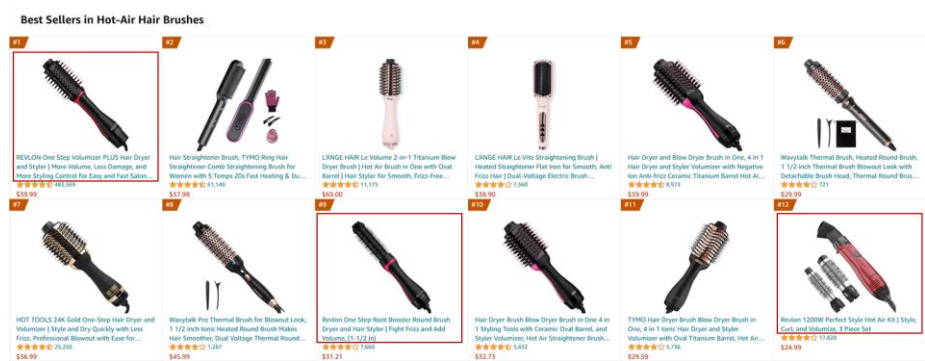
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图30: 2016-2024 财年 HOT 美护业务收入及 EBIT



资料来源: wind, 民生证券研究院

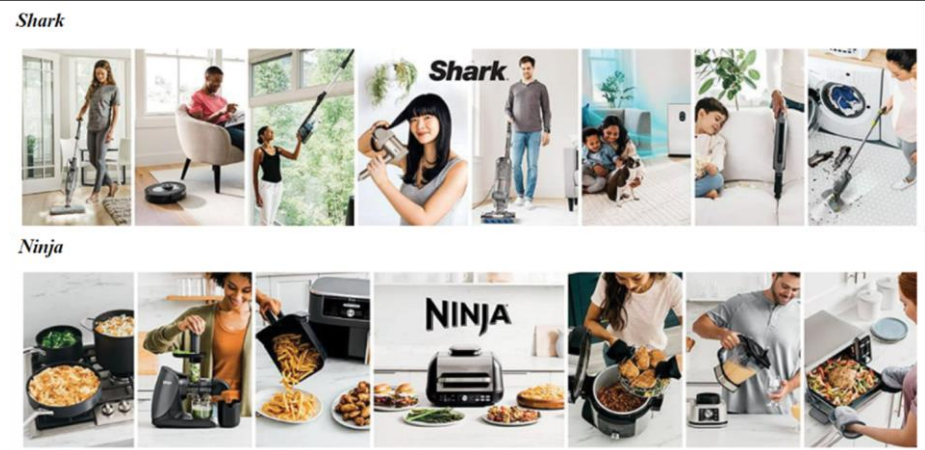
图31: HOT 旗下品牌 REVLON 的多款卷发梳进入亚马逊同类商品热销榜单



资料来源: 亚马逊, 民生证券研究院

公司坚定大客户战略, 2023 年新开拓优质客户 SharkNinja。德昌通过与 TTI、HOT 等优质大客户合作, 积累了丰富的经验, 并制定了战略大客户合作路线, 构建与国际知名的家电客户、品牌运营商及区域领先企业之间稳定、双赢的合作模式。2023 年, 公司新增优质客户 SharkNinja, 主要围绕环境家居小家电产品进行合作。SharkNinja 旗下拥有两个价值数 10 亿美元的品牌 Shark 和 Ninja, 以及 27 个小家电品类, 根据 NPD 数据, Shark 是 2022 年美国销量第一的地板护理品牌, Ninja 是过去三年美国销量最大的小厨房电器品牌。公司目前与 SharkNinja 的合作聚焦于吹风机、吸尘器、风扇、空气净化器等, 2023 年公司对 SharkNinja 的销售额达到 4.85 亿元。

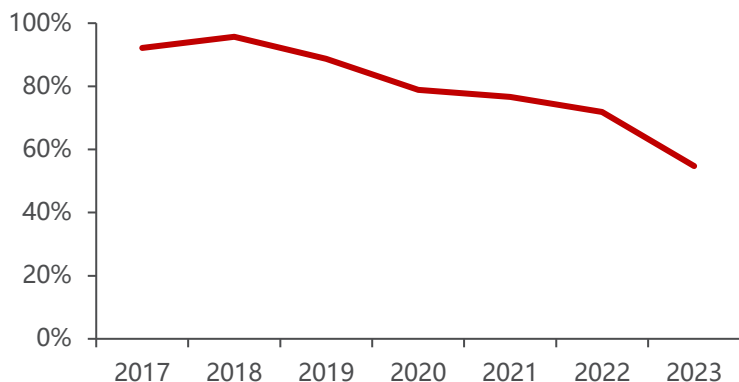
图32: Shark 和 Ninja 为 SharkNinja 旗下两个主要品牌



资料来源: SharkNinja 招股说明书, 民生证券研究院

通过小家电业务布局与战略优质客户开拓, 公司正逐渐降低对单一大客户的依赖度。2019 年及 2023 年两次引入小家电领域大客户, 公司成功将单一大客户销售额占比由 2018 年的 96.7%降低至 2023 年的 54.73%, 多样化的客户矩阵有利于公司减少单一大客户库存、经营波动带来的影响。

图33: TTI 占公司销售额比例持续下降



**公司在东南亚积极布局产能，全球化制造进程持续深化。**2018年，由于美国开始对来自中国的吸尘器产品征收 10%的关税，公司开始对越南进行考察并计划在越南建厂；2019年9月，公司越南工厂第一条组装线建设完毕；2020年初，公司越南基地开始正式批量出货；2022年，越南基地人员规模已经突破千人，实现销售额 3.83 亿元，同比+146%；2023年，公司越南基地建设完成，拥有年产 380 万台吸尘器产能，此外，公司拟再投资 8000 万美元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”，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。通过进行全球化产能布局，公司在一定程度上增强了抵御外贸业务风险的能力，同时增强了公司快速响应海外客户需求的能力。

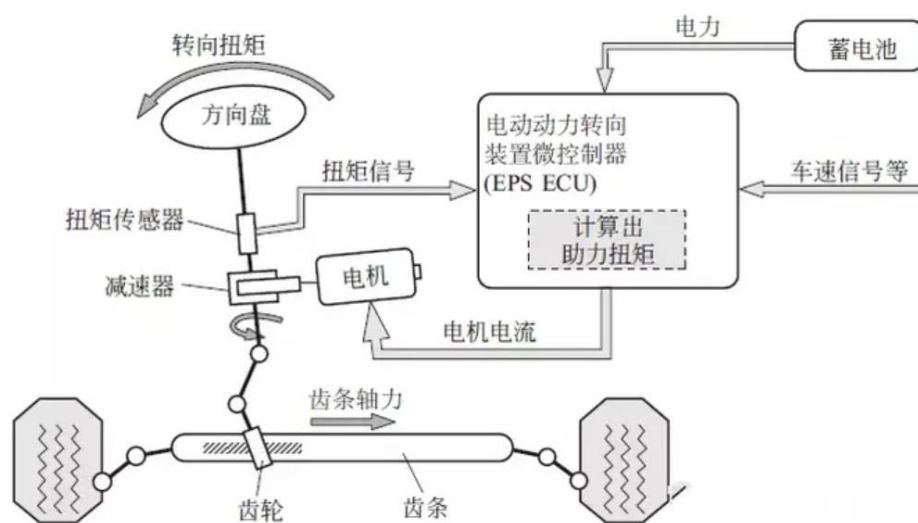


### 3 汽车零部件：在手订单超 50 亿，进入业绩兑现期

#### 3.1 EPS 电机存在技术壁垒，国产替代空间广阔

电动助力转向系统（EPS）是目前汽车转向系统的主流解决方案。汽车转向系统经历了四个发展阶段：从最初的机械式转向系统（MS）发展为液压助力转向系统（HPS），再到电控液压助力转向系统（EHPS），最终发展为 EPS 系统。EPS 系统的原理是在机械转向系统基础上加入电机作为动力源，以电动助力代替液压助力，直接依靠电动机提供辅助转矩。结构方面，EPS 系统由检测驾驶者的转向操作扭矩的扭矩传感器、根据扭矩信号计算助力扭矩并控制电机驱动的 EPS ECU、动力来源 EPS 电机、使电机驱动力传递至转向机构的减速器等构成。由于 EPS 系统只在转向时电动机才提供助力，所以具有**高效能、轻便灵活和节能环保的特点**，同时考虑到 EPS 系统装配自动化程度高，可快速与不同车型匹配，因此在**缩短生产和开发周期方面优势突出**。

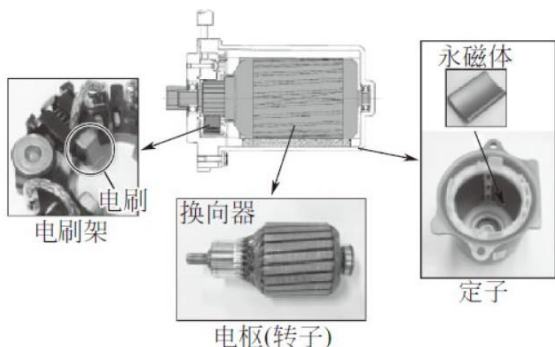
图34：EPS 系统结构示意图



资料来源：修车网《电动助力转向系统（EPS）的构成与工作原理》，民生证券研究院

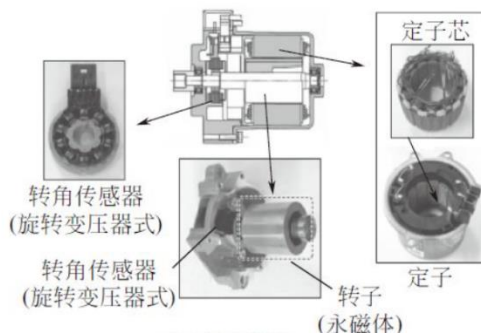
**EPS 电机是 EPS 系统核心的精密安全件，技术壁垒较高。** EPS 电机分为有刷电机和无刷电机。有刷电机的主要优势在于技术成熟、成本低廉，缺点在于其绕组布置于转子侧，随着输出功率的增加，电机整体操作灵敏度会降低。无刷电机的绕组位于定子侧，转子侧为磁体，因而不存在惯性力矩的问题，增强了电机的稳定性，当前 EPS 电机基本以无刷电机为主。此外，EPS 电机的汽车件安全等级较高，仅次于燃油车发动机和电动车的驱动电机，还需通过 IATF1694/VDA6.3 认证体系，因此 EPS 电机的验证周期较长，一般从转向系统到整车验证需要 1.5 年至 2 年。同时由于无刷电机结构复杂，且需要在设计阶段就引入各种工况的仿真，进入行业的技术壁垒较高。

图35：有刷 EPS 电机示意图



资料来源：修车网《电动助力转向系统（EPS）的构成与工作原理》，民生证券研究院

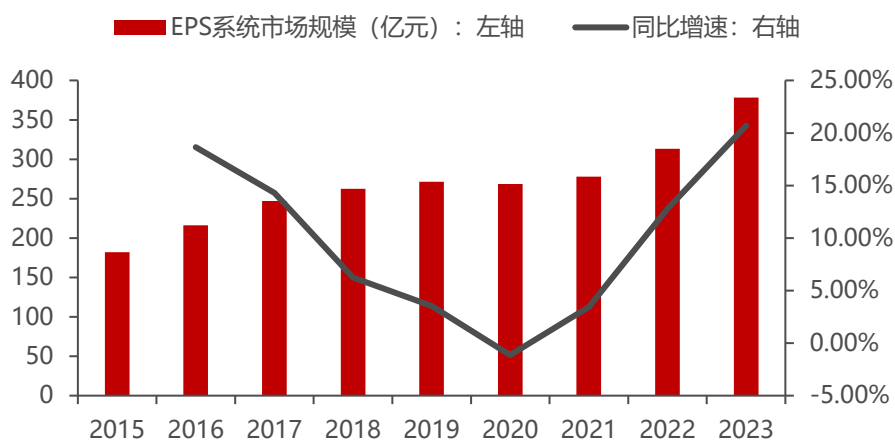
图36：无刷 EPS 电机示意图



资料来源：修车网《电动助力转向系统（EPS）的构成与工作原理》，民生证券研究院

**新能源汽车市场的持续增长带动 EPS 系统销量增长。** EPS 系统与新能源汽车的智能化、电动化趋势具有高度适配性，市场上的新能源汽车中几乎全部使用 EPS 系统。根据智研咨询，2020-2023 年，中国电动助力转向系统市场规模增速有大幅度提升，2023 年市场规模达 384.20 亿元，同比增长 20.85%。**展望未来，EPS 电机市场规模有望继续保持增长态势。**一方面，EPS 系统应用的扩大为 EPS 电机创造需求。2021 年，EPS 系统在新能源乘用车市场份额已经占到 99.91%，随着新能源汽车市场销量的不断扩大，EPS 电机在乘用车领域的应用也将进一步增加。另一方面，随着工业自动化和智能制造的不断发展，EPS 电机在自动化生产线、智能装备、机器人等领域的需求也将持续增长。

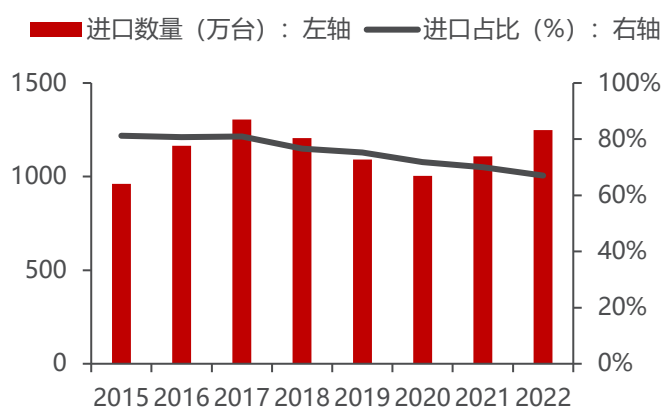
图37：2015 年至 2023 年 EPS 系统市场规模及增速



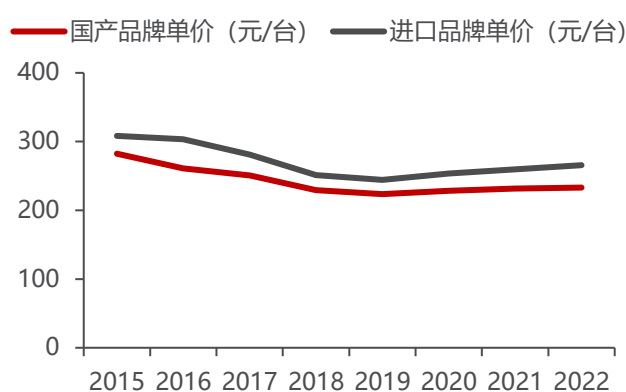
资料来源：智研咨询，民生证券研究院

**国际企业掌握 EPS 电机大部分市场份额，国产替代空间广阔。**目前在国内市场中市占率领先的 EPS 电机外企包括日本电产公司、三菱电机、安川电机、德国西门子和美国 ABB 等公司，由于其早在 80 年代便拥有针对汽车的专用电机设计分析、加工、检测和试验技术并研制出了多种规格的 EPS 电机产品，经历了长时间的市场验证，因此市场地位稳固。当前，国内整车行业国产化的不断加深，国内逐步涌现了少数与国际 EPS 电机龙头厂商在技术上处于可比水平的公司，根据智

研咨询，2015-2022 年我国 EPS 电机进口占比持续下降。此外，国产 EPS 电机均价与进口产品相比具备一定的价格优势，根据智研咨询，2022 年进口 EPS 电机均价为 266 元/台，国产 EPS 电机均价为 235 元/台。随着国内 EPS 电机企业坚持技术攻坚和客户沉淀，行业影响力不断提升，未来 EPS 电机国产替代空间广阔。根据公司招股说明书，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%。

**图38：2015-2022 年我国 EPS 电机供需及进口占比**


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

**图39：国产&进口 EPS 电机平均价格**


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

## 3.2 坚持技术创新驱动，在手订单累计超 50 亿元

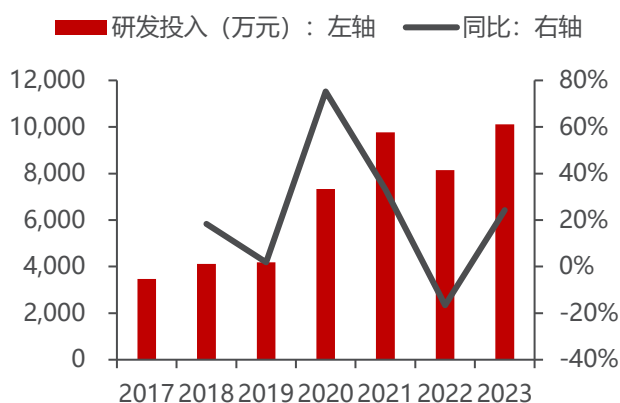
**引入专业人才，已掌握 EPS 电机的核心技术及工艺。**德昌成立以来就专注在以电机为核心的家电研发与制造，在电机的研发与生产工艺方面积累了深厚的经验。相较于吸尘器与小家电所用电机，EPS 电机的技术壁垒及工艺难度更高，因此在确定将汽车零部件业务作为公司未来的战略方向后，德昌引进了拥有十多年 EPS 电机及制动电机研发及生产经验的专业人才和国外先进技术，组建了专业团队进行相关技术的研发创新，成功开发出基于定子总成加工工艺、转子总成加工工艺和电机总成加工工艺的生产工艺，并掌握了电机核心部件定子、转子及电机封装的核心技术。2023 年，公司部分 One-box 线控制动电机项目顺利量产，与客户合作的 EMB 电子机械制动项目 A 样开发完成、通过主机车厂的整车验证、并可满足 L3 以上级别自动驾驶场景的应用要求，同时与多家客户开始合作开发 SBW 线控转向电机项目。

**表3：公司拥有 EPS 电机固定、绝缘、位置传感等多项核心技术**

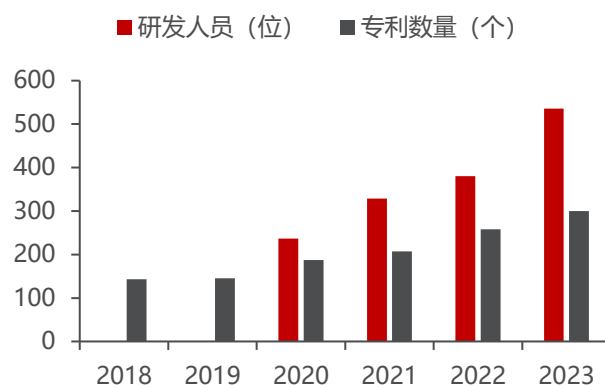
序号	核心技术名称	简介	技术来源
1	EPS 助力电机固定技术	电机的机壳与法兰通常的固定方式是通过螺栓锁死来进行固定，公司打破常规，在机壳外壁上设环形工资凹槽，法兰内壁上设盘通孔，通过对工字凹槽进行铆合的工艺，将之固定于盘通孔内，防止法兰盘的轴向窜动，也防止了周向回转，这种方法 <b>减少了零部件使用，降低成本，也减少了设备的投入</b> ，增强了产品的市场竞争力	自主研发
2	电机的绝缘技术	当今汽车行业，对于电机的绝缘性能要求越来越高，公司研究铜线绝缘漆膜工艺，通过改善绝缘工艺、优化绝缘形状设计，大大的 <b>提高电机的绝缘性能及产品的竞争力</b>	自主研发
3	电机位置传感器技术	随着对电机的旋转精度要求越来越高，对电机位置的检知精度同样随之提升，目前常见的霍尔式样及 MR 磁阻式样存在抗干扰能力低，检知精度不够的问题，公司利用变压器的特性开发出一款旋变位置传感器，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， <b>大大提高电机的位置检测精度</b>	自主研发

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

**坚持加大研发投入及研发团队规模扩张，专利数量持续增加。**2018 年布局 EPS 电机业务以后，公司不断加大对 EPS 项目的投入，根据公司招股说明书，从 2017 年至 2020 年，用于该项目的土地、厂房、设备等硬件设施账目金额从 33.12 万元上升到 8511.58 万元。研发投入自 2020 年开始增长显著，2023 年公司研发费用达到 1.01 亿元，为公司首次投入超 1 亿元资金用于技术创新与产品设计。此外，公司研发团队的规模也不断扩大，由 2020 年的 237 人增加至 2023 年的 536 人，累计申请的专利数量由 2018 年的 143 个增加至 2023 年的 300 个。

**图40：2020 年开始公司研发投入显著增长**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图41：公司研发团队规模不断扩大，专利数量持续增加**


资料来源：wind，民生证券研究院

**公司客户优质，合作国内外知名转向、制动系统供应商。**采埃孚、捷太格特、耐世特为全球 EPS 行业知名企业，在美国、日本、中国市场中占据重要地位。根据尚普咨询，捷太格特为 2023 年国内 EPS 行业市占率前三名之一；根据 Mordor Intelligence，2023 年捷太格特、采埃孚、耐世特在日本和美国汽车 EPS 行业均为主要参与者。EPS 电机供应商验证周期较长，公司坚持创新驱动、紧跟行业前沿技术发展，从国内客户开始突破，目前已经建立了与采埃孚、耐世特、捷太格特、上海同驭、上海利氮等多家国际国内知名系统供应商的合作。公司首个用于全球车

型的 EPS 电机项目与耐世特（欧洲）合作，已于 2023 年 5 月实现量产。

**汽车零部件累计在手订单已超 50 亿人民币。**截止 2023 年年报，公司已累计实现 30 个汽车电机项目的定点，其中，DP-EPS（双小齿轮式电动助力转向器）、R-EPS（齿条平行式电动助力转向器）项目合计 11 个，已实现量产项目 18 个。在手订单方面，公司与采埃孚、耐世特、耐世特欧洲、耐世特北美、捷太格特、上海同驭、上海利氮等客户签订了多项 EPS 电机及制动电机订单，目前累计在手订单已经超过 50 亿人民币。

**表4：公司 EPS 电机及制动电机累计在手订单已超过 50 亿人民币（截止 2024 年 7 月）**

公告时间	客户名称	预计销售金额	项目生命周期	量产时间
2022/7/15	采埃孚	2 亿元	4 年	2023 年 8 月
2022/9/14	上海同驭汽车科技有限公司	7.8 亿元	7 年	2023 年 12 月
2022/9/14	捷太格特（中国）投资有限公司	3.8 亿元	8 年	2023 年 7 月
2022/9/24	上海利氮科技有限公司	1.5 亿元	3 年	2022 年 10 月
2022/10/13	耐世特汽车系统(苏州)有限公司	3.2 亿元	5 年	2022 年
2022/11/10	耐世特欧洲	4 亿元	7 年	2024 年
2023/7/14	采埃孚	3.2 亿元	5 年	2024 年 4 月
2023/10/10	采埃孚	1.27 亿元	5 年	2025 年 1 月
2023/12/21	耐世特北美公司	1.43 亿美元 (10.37 亿元)	10 年	2025 年 5 月
2024/2/6	汽车转向系统全球头部 Tier1 公司	2.92 亿元	4-7 年	2024 年 5 月
2024/3/28	汽车转向系统全球知名 Tier1 公司	合计约 2.74 亿元	6 年	2024 年 9 月
			6 年	2025 年 2 月
2024/7/11	国内客户	8.08 亿元	10 年	2026 年 6 月

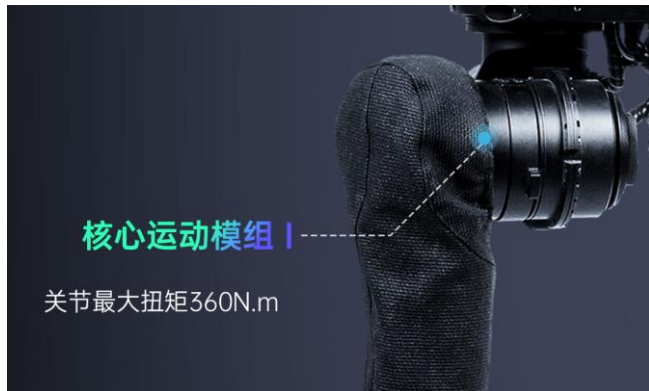
注：美元汇率来自 2024/7/25 Refinitiv 报价，1 美元约等于 7.25 人民币；

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**新建产能项目顺利推进，汽车零部件规划年产能超 300 万台。**2021 年，公司规划了年产 300 万台 EPS 汽车电机生产项目，由于该项目综合楼工程所在建设用地原为仓库库房，前期为解决拆除仓库库房后的物料存放需求问题，因此项目推迟到 2022 年 8 月开始建设，项目完工时间预计为 2024 年 12 月。项目建设完成后可实现年产 EPS 电机 150 万台和刹车电机 150 万台，可新增年销售收入 6.6 亿元，年利润总额 1.39 亿元。截至 2023 年年报，2023 年全年公司汽车电机销量达到 120 万台，公司已有 8 条产线投产进入量产阶段，另有 3 条产线在安装调试中，有望为后续在手订单提供产能保障。

**除汽车零部件外，公司积极布局具备未来潜力的前瞻性行业。**公司在电机行业深耕二十余年，主营业务围绕电机展开，为了进一步巩固电机主业技术实力、拓展新业务领域和发展空间，公司积极布局具备未来潜力的前瞻性行业。电机作为关键动力部件，用于人形机器人关节运动是目前主流的技术方案，具有广阔的发展空间。公司于 2023 年 10 月发布公告，拟与五家产业相关企业开展战略合作，共同建设广东省人形机器人创新中心，设立“深圳人形机器人国创中心有限公司”（拟定名）作为创新中心的实际运营载体。计划合资公司注册资本为 6,500 万元人民币，其中公司出资 500 万元，持股比例为 7.69%。

图42：机电执行器是人形机器人核心运动模组



资料来源：宇树科技官网，民生证券研究院

图43：人形机器人关节电机示意图



资料来源：宇树科技官网，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

按照清洁电器、小家电、汽车零部件及其他业务对公司的营收和毛利进行预测：

(1)清洁电器业务：2019-2023 年公司清洁电器业务收入 CAGR 约为 10%，向第一大客户 TTI 的吸尘器代工业务贡献主要营收。TTI 为全球吸尘器龙头，市占率多年保持全球第一，北美地区贡献 TTI 营收的 70%以上。北美吸尘器市场较为成熟，根据欧睿预测，2023-2028 年美国吸尘器销售规模增速可达 5.6%。考虑到 TTI 的龙头地位稳固，且公司与 TTI 已有十余年深度合作历史，我们假设 2024-2026 年公司清洁电器业务能够保持 10%的同比增速，收入达到 17.94/19.74/21.71 亿元。毛利率方面，受到公司越南吸尘器产能建设及爬产影响，公司 2022 年清洁电器业务毛利率有所下降，未来随着越南工厂供应链体系不断完善、规模效应持续提升，预计公司清洁电器业务毛利率将呈增长趋势，我们假设 2024 年至 2026 年毛利率分别达到 17.20%/17.30%/17.40%。

(2)小家电：小家电收入来源于 HOT 和 SharkNinja 两大客户的代工业务。其中，公司为 HOT 供应卷发梳等个人护理产品，为 2023 年新合作的 SharkNinja 供应吹风机、吸尘器、风扇、空气净化器等价值量较高的环境家居产品。随着公司与 SharkNinja 的合作不断加深，空气净化器、吸尘器等订单有望放量，公司小家电业务的产品均价有望持续提升，2023 年公司小家电销量同比+48%，小家电产品平均单价同比+46%。在产品品类拓宽、产品单价提升的趋势下，公司的小家电业务规模将持续扩大，我们预计 2024 年至 2026 年公司小家电销量同比+40%/+15%/+10%，平均单价同比+20%/+10%/+5%，收入同比+68.00%/26.50%/15.50%，收入达到 13.82/17.48/20.19 亿元。毛利率方面，考虑到年产 734 万台小家电建设项目预计将于 2024 年 12 月建成，同时公司启动了越南年产 300 万台小家电建设项目，新建产能的建设和爬产会在短时间影响小家电毛利率水平，我们预计 2024 年至 2026 年小家电业务毛利率为 23.00%/22.00%/21.00%。

(3)汽车零部件：公司汽车零部件募投项目规划 300 万台电机产能，预计 2024 年 12 月建设完成，公司 2024 年至 2026 年汽零业务定点金额超过 23 亿元，假设公司募投项目在 2024 年及 2025 年爬产、2026 年满产，我们预计公司 2024 年至 2026 年汽零收入达 4.70/8.23/11.75 亿元，同比+133.13%/75.00%/42.86%。毛利率方面，未来随着产能建设完成、汽零业务生产规模的扩大、DP-EPS 及 R-EPS 等更高附加值的产品销量的提升等因素，毛利率有望持续增长。以日本电产作为参考，2023 年其毛利率约为 21.2%，销售、一般行政及管理费用率近 11%，德昌 2023 年销售及管理费用率之和低于 5%，公司毛利率有望超过 21%，我们预计 2024 年至 2026 年毛利率为 15.00%/20.00%/25.00%。

(4)其他:预计其他业务收入同比增速及毛利率水平维持 2023 年水平,2024 年至 2026 年收入 1.40/1.64/1.92 亿元,同比+17.00%/17.00%/17.00%,毛利率维持在 40.00%。

总体来看,预计 2024 年至 2026 年,公司实现收入 37.86/47.08/55.57 亿元,同比+36.43%/24.35%/18.03%,实现毛利 7.53/9.56/11.72 亿元,毛利率 19.89%/20.31%/21.10%。

**表5: 2024 年-2026 年公司分业务营业收入与毛利预测**

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
清洁电器	收入 (亿元)	13.83	16.31	17.94	19.74	21.71
	yoy	-38.53%	17.98%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利 (亿元)	2.24	2.79	3.09	3.41	3.78
	毛利率	16.21%	17.10%	17.20%	17.30%	17.40%
小家电	收入 (亿元)	3.79	8.22	13.82	17.48	20.19
	yoy	-13.56%	117.17%	68.00%	26.50%	15.50%
	毛利 (亿元)	0.68	1.89	3.18	3.84	4.24
	毛利率	17.89%	23.00%	23.00%	22.00%	21.00%
汽车零部件	收入 (亿元)	0.74	2.02	4.70	8.23	11.75
	yoy	1902.02%	171.69%	133.13%	75.00%	42.86%
	毛利 (亿元)	0.01	0.21	0.71	1.65	2.94
	毛利率	1.55%	10.28%	15.00%	20.00%	25.00%
其他	收入 (亿元)	1.03	1.20	1.40	1.64	1.92
	yoy	-31.80%	17.03%	17.00%	17.00%	17.00%
	毛利 (亿元)	0.52	0.42	0.56	0.66	0.77
	毛利率	50.43%	34.63%	40.00%	40.00%	40.00%
总体	总收入 (亿元)	19.38	27.75	37.86	47.08	55.57
	yoy	-31.80%	43.19%	36.43%	24.35%	18.03%
	总毛利 (亿元)	3.45	5.30	7.53	9.56	11.72
	毛利率	17.79%	19.11%	19.89%	20.31%	21.10%

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院预测

费用率方面,公司主要做大品牌代工业务、汽零业务定点顺利推进,我们预计公司销售费用将保持较低水平,预计 2024 年至 2026 年销售费用率为 0.40%/0.40%/0.40%;管理费用方面,公司经营稳健,随着营业收入扩大,预计管理费用率整体稳中有降,2024 年至 2026 年管理费用率为 4.30%/4.20%/4.10%;公司坚持研发创新,持续推进汽零新品研发,我们预计公司 2024 年至 2026 年研发费用率为 3.60%/3.70%/3.80%;由于存在汇兑损益,2022 年开始公司财务费用为负,预计 2024 年至 2026 年财务费用率为-1.15%/-0.96%/-0.88%。

**表6: 费用率预测表**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.44%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	5.11%	4.38%	4.30%	4.20%	4.10%
研发费用率	4.20%	3.65%	3.60%	3.70%	3.80%
财务费用率	-3.00%	-1.78%	-1.15%	-0.96%	-0.88%

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院预测



## 4.2 估值分析

在可比公司选取上，我们选取富佳股份、三花智控、佛山照明作为可比公司。其中，富佳股份与公司均为清洁电器出口代工企业，海外吸尘器代工收入占收入的比例较高，同时富佳股份布局储能拓展新赛道，与公司积极布局汽零业务寻求第二成长线较为相似；三花智控、佛山照明与公司具有相似的成长路线，均从具备市场竞争力的核心产品（三花智控的电子膨胀阀、佛山照明的 LED 灯）出发，实现由家电向汽车板块的业务拓展。

以 2024 年 8 月 16 日收盘价计算，2024/2025/2026 年可比公司平均 PE 为 21x/17x/15x，我们预计德昌股份 2024/2025/2026 年 EPS 分别为 1.11/1.39/1.72 元/股，对应 PE 为 14x/11x/9x，低于可比公司均值。

**表7：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002050	三花智控	16.5	0.78	0.95	1.13	1.34	21	17	15	12
000541	佛山照明	4.59	0.19	0.23	0.30	0.38	24	20	15	12
603219	富佳股份	14.63	0.47	0.59	0.68	0.74	31	25	22	20
平均值							25	21	17	15
605555	德昌股份	15.97	0.87	1.11	1.39	1.72	18	14	11	9

资料来源：iFind，民生证券研究院预测（注：三花智控、富佳股份盈利预测采用 iFind 一致预期，佛山照明采用民生证券研究院盈利预测，股价日期为 2024/8/16）

## 4.3 投资建议

公司吸尘器、小家电代工与龙头企业战略合作多年，未来有望受益于新客户开发及海外家电补库存，同时，汽车零部件业务持续获得龙头定点，随着新产能建成投产，有望为公司后续成长贡献动能。预计公司 2024/2025/2026 年分别实现营收 37.86/47.08/55.57 亿元，实现归母净利润 4.15/5.19/6.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.11/1.39/1.72 元，对应 PE 分别为 14x/11x/9x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 海外家电需求不及预期风险。**美国家电库存自 2020 年以来经历一个完整的库存周期，目前进入新一轮补库存阶段，若美国家电补库存进度缓慢，或关税政策发生变化造成美国家电需求不及预期，则会对公司出口收入产生负向影响。

**2) 客户集中度较高风险。**公司第一大客户为 TTI，虽然 2023 年公司对 TTI 销售额占总销售额比例已由 2018 年的 96.7%降至 54.73%，高客户集中度可能会增大公司的业绩波动性。

**3) 产能建设及爬坡进度不及预期风险。**公司目前有“年产 734 万台小家电产品建设项目”及“年产 300 万台 EPS 汽车电机生产项目”正在建设，若产能建设及爬坡进度不及预期，则会对公司推进小家电及汽车零部件业务造成负向影响。

**4) 汇率波动风险。**公司海外业务占营收比例超过 70%，其中外币交易的货币为美元，汇率的波动将对公司盈利造成一定的影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,775	3,786	4,708	5,557
营业成本	2,245	3,033	3,752	4,385
营业税金及附加	14	15	24	28
销售费用	11	15	19	22
管理费用	122	163	198	228
研发费用	101	136	174	211
EBIT	280	430	550	694
财务费用	-83	-44	-45	-49
资产减值损失	-3	-5	-6	-6
投资收益	1	0	0	0
营业利润	364	469	590	736
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	363	469	590	736
所得税	41	54	71	96
净利润	322	415	519	641
归属于母公司净利润	322	415	519	641
EBITDA	383	541	676	830

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,134	1,789	2,125	2,659
应收账款及票据	910	1,163	1,381	1,553
预付款项	21	45	53	57
存货	376	475	567	639
其他流动资产	543	240	290	338
流动资产合计	2,984	3,713	4,415	5,245
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	806	904	1,036	1,174
无形资产	139	139	139	139
非流动资产合计	1,289	1,507	1,699	1,848
资产合计	4,273	5,220	6,115	7,093
短期借款	0	5	5	5
应付账款及票据	1,111	1,390	1,793	2,192
其他流动负债	320	401	542	690
流动负债合计	1,430	1,796	2,340	2,888
长期借款	0	301	301	301
其他长期负债	111	110	110	110
非流动负债合计	111	410	410	410
负债合计	1,541	2,207	2,750	3,298
股本	372	372	372	372
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,732	3,013	3,364	3,795
负债和股东权益合计	4,273	5,220	6,115	7,093

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	43.19	36.43	24.35	18.03
EBIT 增长率	99.06	53.65	27.91	26.04
净利润增长率	7.92	28.86	25.00	23.44
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	19.11	19.89	20.31	21.10
净利润率	11.61	10.97	11.02	11.53
总资产收益率 ROA	7.54	7.95	8.49	9.03
净资产收益率 ROE	11.79	13.78	15.43	16.88
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.09	2.07	1.89	1.82
速动比率	1.68	1.67	1.52	1.48
现金比率	0.79	1.00	0.91	0.92
资产负债率 (%)	36.07	42.27	44.98	46.49
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	100.96	97.77	96.34	94.10
存货周转天数	50.52	50.51	50.03	49.53
总资产周转率	0.69	0.80	0.83	0.84
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.87	1.11	1.39	1.72
每股净资产	7.34	8.09	9.04	10.19
每股经营现金流	1.26	1.35	2.25	2.81
每股股利	0.35	0.45	0.56	0.70
<b>估值分析</b>				
PE	18	14	11	9
PB	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.10	8.59	6.87	5.60
股息收益率 (%)	2.19	2.82	3.53	4.36

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	322	415	519	641
折旧和摊销	103	110	125	136
营运资金变动	65	-43	166	239
经营活动现金流	469	502	838	1,045
资本开支	-337	-289	-300	-267
投资	-297	321	0	0
投资活动现金流	-638	9	-300	-267
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-349	305	0	0
筹资活动现金流	-507	144	-202	-244
现金净流量	-653	655	336	534

## 插图目录

图 1: 公司从吸尘器电机出发, 逐步形成“家电+汽车”多层次业务格局	3
图 2: 公司主营产品矩阵	4
图 3: 2023 年公司三大产品板块营收占比情况	4
图 4: 公司股权结构图	4
图 5: 2018 年至 2024Q1 营业收入与同比情况	5
图 6: 2018 年至 2024Q1 归母净利润与同比情况	5
图 7: 2018 年至 2023 年分业务营收 (单位: 亿元)	5
图 8: 小家电及 EPS 无刷电机收入占比快速提升	5
图 9: 2018 年至 2023 年分地区营收 (单位: 亿元)	6
图 10: 美国为公司出口主要目的地 (单位: 亿元)	6
图 11: 2018 年至 2024Q1 毛利率与归母净利率情况	6
图 12: 2018 年至 2023 年分业务毛利率情况	6
图 13: 2020 年至 2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率情况	7
图 14: 卧式、杆式、立式吸尘器占据全球销量主要部分	9
图 15: 立式吸尘器是美国市场最畅销品类	9
图 16: 2023 年北美、西欧、东欧地区吸尘器渗透率均超过 90% (单位: %)	9
图 17: 北美为全球最大吸尘器消费市场 (按销售量)	9
图 18: 2018-2023 年美国市场吸尘器销量年复合增速达 1.6%	10
图 19: 2018-2023 年美国市场吸尘器销售规模年复合增速达 6.5%	10
图 20: 美国家电零售及实际库存情况	10
图 21: 我国吸尘器单月出口数量自 2023 年 3 月转为同比正增长	11
图 22: 我国吸尘器单月出口金额自 2023 年 8 月转为同比正增长	11
图 23: 2023 年 TTI 占全球吸尘器市场份额的 11.2%	11
图 24: 2023 年 TTI 占美国吸尘器市场份额的 33.8%	11
图 25: TTI 地板护理及器具业务发展历史及德昌切入时间点	12
图 26: 德昌与 TTI 的合作分工明确	13
图 27: 2010-2023 年公司对 TTI 销售额 (以人民币计)	13
图 28: 2019-2023 年公司小家电收入 CAGR 达 82.82%	14
图 29: HOT 旗下主要个护及环境家居电器品牌	14
图 30: 2016-2024 财年 HOT 美护业务收入及 EBIT	14
图 31: HOT 旗下品牌 REVLON 的多款卷发梳进入亚马逊同类商品热销榜单	15
图 32: Shark 和 Ninja 为 SharkNinja 旗下两个主要品牌	15
图 33: TTI 占公司销售额比例持续下降	16
图 34: EPS 系统结构示意图	17
图 35: 有刷 EPS 电机示意图	18
图 36: 无刷 EPS 电机示意图	18
图 37: 2015 年至 2023 年 EPS 系统市场规模及增速	18
图 38: 2015-2022 年我国 EPS 电机供需及进口占比	19
图 39: 国产&进口 EPS 电机平均价格	19
图 40: 2020 年开始公司研发投入显著增长	20
图 41: 公司研发团队规模不断扩大, 专利数量持续增加	20
图 42: 机电执行器是人形机器人核心运动模组	22
图 43: 人形机器人关节电机示意图	22

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 吸尘器子品类及其特点	8
表 2: TTI 旗下的多个地板护理品牌	12
表 3: 公司拥有 EPS 电机固定、绝缘、位置传感等多项核心技术	20

表 4: 公司 EPS 电机及制动电机累计在手订单已超过 50 亿人民币 (截止 2024 年 7 月) .....	21
表 5: 2024 年-2026 年公司分业务营业收入与毛利预测 .....	24
表 6: 费用率预测表 .....	24
表 7: 可比公司 PE 数据对比 .....	25
公司财务报表数据预测汇总 .....	27

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026