

首次覆盖：微特电机领域优质企业， 下游领域有望持续拓展

603344 CH
Cinderson Tech
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb29.65

Yuewei Zhao
yw.zhao@htisec.com

Kunyang Wang
ky.wang@htisec.com

投资要点：

- **微特电机优质企业，细分赛道优势显著。**公司成立于 2004 年，主营业务为微特电机及相关产品的研发、生产及销售，产品涵盖了交流串激电机、直流无刷电机、直流有刷电机三大类型，主要应用于以吸尘器为代表的清洁电器领域，并已同步发展至电动工具、园林工具等其他终端应用领域。2020-2023H1，公司电机产品下游吸尘器类产品收入占比均在 83% 以上，2020-2022 年公司主吸力电机产品在全球的市场占有率均达到 27% 以上；2024 年前三季度，公司营收和归母净利润分别为 17.90/1.38 亿元，同比+20.93%/-5.21%，利润受产品结构和竞争加剧原因略有承压。
- **微特电机行业稳步增长，无刷直流电机。**根据 QYResearch 数据，2022 年全球微型电机市场规模大约为 2305 亿元人民币，预计 2029 年将达到 2784 亿元，2023-2029 期间年复合增长率 CAGR 为 2.7%。公司主力产品之一的直流无刷电机优势显著，在下游电动化/无绳化趋势下，直流无刷电机的渗透率有望提升。公司 IPO 募投项目之一的年产 3000 万套无刷电机及控制系统、500 万套电池包扩能项目助力公司直流无刷电机产能提高及配套能力增强，有望实现加速成长。
- **下游应用领域广泛，公司有望持续受益。**公司产品目前广泛应用于吸尘器、电动工具、园林工具、高速吹风机等各种家用电器方面，并持续拓展下游应用领域。1) 吸尘器市场：2027 年全球吸尘器市场销售额将达到 152.59 亿美元，2022-2027 年间年均复合增长率为 6.19%；目前中国吸尘器保有量远不及发达国家，处于普及初期，仍有较大成长空间。2) 电动工具：全球电动工具行业市场规模稳步增长，2025 年市场规模达到 386 亿美元，2020-2025 年复合增速达到 5.8%。3) 园林工具：根据弗若斯特沙利文，2025 年全球园林工具市场规模预计达 324 亿美元，2022-2025 年复合增速 5.1%。4) 吹风机：高速化趋势已初显，高速吹风机市场占比将持续提升。
- **公司竞争优势显著，IPO 募投加速成长。**1) 产品体系完善，技术优势领先。公司在产品性能、结构设计和功能实现等多方面形成了特有的产品和技术优势。据公司招股说明书（注册稿）的测算，2022 年公司主吸力电机产品在全球的市场占有率达到 27.01%。2) 规模化生产助力进一步降本增效。公司目前微特电机年产能已超过 6000 万台，已达同行前列，规模效益使得公司具有较大的生产成本优势。3) 公司客户集中度低，客户资源丰富且粘性高。公司产品广泛应用于包括必胜、鲨客、TTI、Electrolux、iRobot 等知名清洁电器终端品牌，具有较强的客户粘性。
- **盈利预测及估值建议：**我们预计公司 2024/2025/2026 年收入分别为 24.08/28.33/33.75 亿元，归母净利润分别为 2.06/2.51/3.13 亿元，EPS 分别为 1.06/1.29/1.61 元/股，对应 PE 分别为 23.65/22.41/18.39 倍，考虑到公司是清洁电器领域微电机领先企业，新产品和新领域不断拓展，有望打开一定成长空间，同时参考可比公司估值，我们给予公司 2024 年 28 倍 PE 估值，目标价 29.65 元/股（预计 2024 年公司 EPS 为 1.06 元），合理市值 57.72 亿元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期，客户拓展不及预期，竞争加剧，业绩不达预期的风险。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万 元）	1808	2054	2408	2833	3375
(+/-)YoY(%)	-21.8%	13.6%	17.2%	17.6%	19.1%
净利润（百万 元）	187	195	206	251	313
(+/-)YoY(%)	8.2%	4.7%	5.5%	21.8%	24.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.96	1.00	1.06	1.29	1.61
毛利率(%)	18.4%	19.3%	17.5%	17.9%	18.4%
净资产收益率(%)	22.1%	18.7%	10.2%	11.4%	13.0%

资料来源：公司年报（2022-2023），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

目 录

1.星德胜：深耕行业多年，细分赛道优势显著	6
1.1 微特电机细分赛道领军企业.....	6
1.2 业绩有望逐渐恢复，现金流状况良好.....	8
1.3 股权结构较为集中，子公司众多	10
1.4 IPO 募集资金扩产助力公司成长	11
2. 微特电机：竞争格局分散，市场规模稳定增长	11
2.1 竞争格局格局分散，海外厂商技术领先.....	12
2.2 微特电机市场规模可观，直流无刷电机优势愈发显著	13
3. 下游应用：市场广阔，格局分散.....	15
3.1 吸尘器市场	15
3.2 吹风机市场	16
3.3 电动工具市场.....	18
3.4 园林工具市场.....	19
3.5 汽车微电机市场.....	21
4. 竞争优势显著，未来成长可期.....	21
4.1 产品体系完善，拓展“三电一体”系统化解决方案.....	21
4.2 规模化生产助力进一步降本增效.....	23
4.3 客户资源丰富，客户粘性高.....	23
5. 盈利预测与估值分析.....	24
6. 风险提示.....	27
附表 前十大股东：	28
财务报表分析和预测	29

图目录

图 1	公司发展历程	7
图 2	公司客户遍布全球	7
图 3	公司营收规模情况	8
图 4	公司归母净利润情况	8
图 5	公司主营业务中各个产品收入规模	8
图 6	公司各个产品占主营业务收入比例	8
图 7	公司分地区收入规模情况 (单位: 亿元)	9
图 8	公司国内外收入占比情况	9
图 9	公司毛利率和净利率情况	9
图 10	公司分产品毛利率情况	9
图 11	公司费用率整体情况	9
图 12	公司销售/管理/研发/财务费用情况	9
图 13	公司经营性现金流状况	10
图 14	公司收益质量情况	10
图 15	公司股权结构	10
图 16	公司无刷直流电机生产工艺流程	12
图 17	微特电机产业链	12
图 18	微特电机下游应用分布	12
图 19	微特电机市场结构 (2020 年)	13
图 20	全球微特电机市场规模预测	13
图 21	全球微型直流电动机市场规模及预测	14
图 22	中国微特电机需求量	14
图 23	中国微特电机市场规模	14
图 24	无刷直流电机结构	15
图 25	有刷直流电机结构	15
图 26	全球吸尘器主要区域销售情况 (2022 年)	16
图 27	全球吸尘器销售规模	16
图 28	全球吸尘器部分区域保有量 (2019 年)	16
图 29	全球吸尘器销售份额 (2022 年)	16

图 30	全球高速吹风机市场销售额及预测.....	17
图 31	全球高速吹风机市场份额（分厂商，2022 年）.....	17
图 32	全球高速吹风机生产端市场份额（分地区，2022 年）.....	17
图 33	2022 年 1 月-2023 年 10 月抖音平台电吹风销量及均价.....	18
图 34	全球电动工具行业市场规模及预测.....	18
图 35	全球电动工具出货量情况.....	18
图 36	中国电动工具行业市场规模及预测.....	19
图 37	全球园林工具行业市场规模及预测（亿美元）.....	19
图 38	全球直流及交流电动园林工具占比及预测.....	19
图 39	全球园林工具各地区市场份额情况（2022 年）.....	20
图 40	全球园林工具市场分地区增长速度.....	20
图 41	全球电动园林工具市场份额（2020 年）.....	20

表目录

表 1	公司产品及应用领域	6
表 2	公司 2020-2023 上半年主营业务收入下游分类情况.....	7
表 3	公司子公司情况	11
表 4	公司募投项目	11
表 5	公司产品优势	21
表 6	公司正在从事的主要研发项目	22
表 7	公司吸尘器领域市占率.....	22
表 8	公司 2020-2023 上半年前五大客户销售情况	23
表 9	公司业务预测	26
表 10	可比公司估值 (2024.12.23)	27
表 11	公司收入增速预测敏感性分析.....	27
表 12	公司归母净利润增速预测敏感性分析.....	27

1. 星德胜：深耕行业多年，细分赛道优势显著

1.1 微特电机细分赛道领军企业

专注微特电机产品，应用领域持续拓展。公司主营业务为微特电机及相关产品的研发、生产及销售，产品涵盖了交流串激电机、直流无刷电机、直流有刷电机三大类型，主要应用于以吸尘器为代表的清洁电器领域，并已同步发展至电动工具、园林工具、高速吹风机等其他终端应用领域，2021 年全国家用吸尘器产量中 25% 以上的吸尘器产品使用了公司生产的微特电机。

表 1 公司产品及应用领域

电机类型	电机介绍	电机产品示例			产品特点	主要终端产品	主要终端产品示例		
交流串激电机	又称 AC 电机、单相串励电动机，因电枢绕组和励磁绕组串联在一起工作而得名				制造工艺相对成熟，运行可靠，安装、维护较为简易等	卧式吸尘器、立式吸尘器、桶式吸尘器、扫地机器人集灰桶、电动工具等			
直流无刷电机	又称 BLDC 电机，是一种由电动机主体和驱动器组成的机电一体化产品。与有刷电机不同，直流无刷电机采用电子换向代替原本换向器和碳刷构成的机械换向，依靠改变输入到无刷电机定子线圈上的电流波交变频率和波形，在绕组线圈周围形成一个绕电机几何轴心旋转的磁场，驱动永磁铁转子从而产生转矩				效率高、转速高、体积小、重量轻、噪音低、维护成本低等	洗地机、杆式吸尘器、扫地机器人、电动工具等			
直流有刷电机	又称 DC 或 PMDC 电机，是一种内含碳刷装置，能将直流电能转换成机械能的旋转电机。工作原理是直流电源的电能通过换向器和碳刷进入电枢绕组，从而产生电枢电流，电枢电流产生的磁场与主磁场相互作用产生转矩，使电机旋转带动负载				启动快、可控制调速、体积小等	手持式吸尘器、洗地机、拖地机、滚刷、电动工具等			

资料来源：星德胜招股说明书（注册稿），HTI

公司产品研发主要聚焦于以吸尘器为代表的清洁电器领域。公司产品广泛应用于干式吸尘器、无线吸尘器、无线洗地机、洗地吸尘器、扫地机器人等各种家用电器方面。公司电机产品下游吸尘器类产品占近年来（2020-2023H1）主营业务收入比例均在 83% 以上；2023 年 1-6 月，公司电机产品中其他应用领域的占比上升明显，主要系应用于高速吹风机的电机产品销量大幅上涨，2023 年上半年销售收入达到 7531.33 万元。同时，公司逐步扩展汽车微电机领域。2024 年 9 月 3 日，公司发布《关于获得客户项目定点通知的公告》，于近期收到全球某知名汽车零部件公司的定点函，按其需求定制开发和供应新能源汽车热管理系统水阀电机，项目预计于 2024 年 12 月提交 PPAP，预计生命周期为 2025 年至 2035 年，生命周期内总销售金额为约人民币 1 亿元。

表 2 公司 2020-2023 上半年主营业务收入下游分类情况

产品名称	2020		2021		2022		2023H1	
	金额 (亿元)	占比						
电机产品	15.43	94.62%	21.55	94.71%	16.67	93.81%	8.30	94.45%
-吸尘器	14.58	89.39%	20.41	89.71%	15.81	88.96%	7.37	83.91%
-电动工具、园林工具	0.54	3.28%	0.79	3.47%	0.56	3.13%	0.14	1.60%
-其他应用领域 (高速吹风机等)	0.32	1.95%	0.35	1.53%	0.31	1.72%	0.78	8.93%
其他产品	0.88	5.38%	1.20	5.29%	1.10	6.19%	0.49	5.55%
合计	16.31	100%	22.75	100%	17.77	100%	8.79	100%

资料来源：星德胜招股说明书（注册稿），HTI

外延+内生同步发展。公司成立于 2004 年，初期主要从事交流串激电机产品的研发、生产和销售；2009 年公司交流串激电机产量突破 1000 万台。2015 年，公司成立直流无刷电机事业部和直流有刷电机事业部，进一步拓展产品线。2018 年，公司收购英诺威，拓展电池包业务，并同步建立 SMT 生产车间，完成对电机、电机控制系统、电池包完整业务板块的同步拓展。2022 年，公司成立车用电机事业部、工业风机事业部，拟利用公司在直流无刷电机领域积累的经验和技术、整体成本优势，进军车用电机、工业风机市场。2018 年起，公司陆续将交流串激电机的生产制造由苏州转移至泰兴生产基地，并于 2022 年正式完成相关产能的全部转移。此外，为增强海外市场的订单获取能力及产品配套能力，公司在越南设立生产基地。

图1 公司发展历程


资料来源：星德胜招股说明书（注册稿），HTI

产品力出众，客户分布广且优质。凭借着强劲的技术实力、出众的产品质量、突出的性价比以及快速响应的服务能力，公司在国内外市场获得了客户一致认可，产品广泛活跃于北美、欧洲、亚太等多个海内外市场，应用于包括必胜 (Bissell)、鲨客 (Shark)、创科集团 (TTI)、伊莱克斯 (Electrolux)、百得、松下、日立、飞利浦、LG、美的、德尔玛、科沃斯、小米、石头科技等国内外知名终端品牌电器产品。

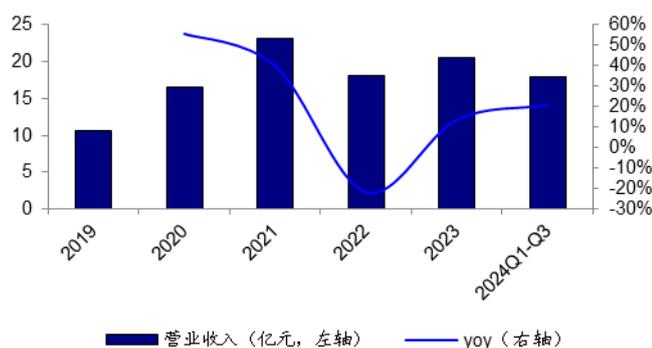
图2 公司客户遍布全球


资料来源：星德胜招股说明书（注册稿），HTI

1.2 业绩有望逐渐恢复，现金流状况良好

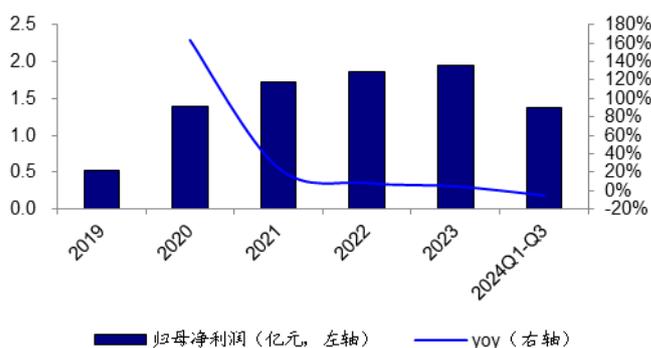
业绩整体保持增长态势。公司营收从 2019 年的 10.61 亿元提升至 2021 年的 23.11 亿元，复合增速约 47.58%；归母净利润从 0.53 亿元提升至 1.72 亿元，复合增速约 81.09%。受全球地缘政治动荡、通货膨胀等宏观因素等影响，2022 年公司微特电机及相关产品的销售规模出现下降，营收同比下降 21.77%至 18.08 亿元，但归母净利润同比提升 8.24%至 1.87 亿元。2023 年及 2024 年前三季度，公司营收规模分别为 20.54/17.90 亿元，同比增长 13.63%/20.93%，归母净利润分别为 1.95/1.38 亿元，同比+4.66%和-5.21%。2024 年前三季度业绩承压，我们认为暂时主要受行业竞争加剧的影响所致，随着公司产业结构优化及新领域的开拓，公司业绩有望整体保持向上增长态势。

图3 公司营收规模情况



资料来源：Wind, HTI

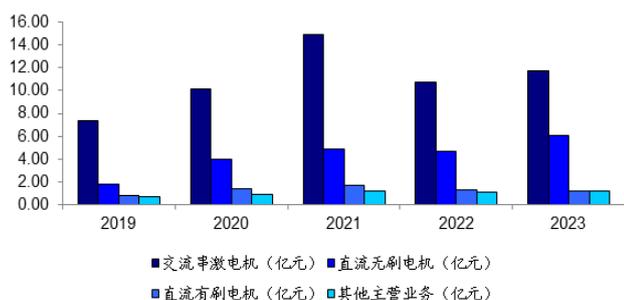
图4 公司归母净利润情况



资料来源：Wind, HTI

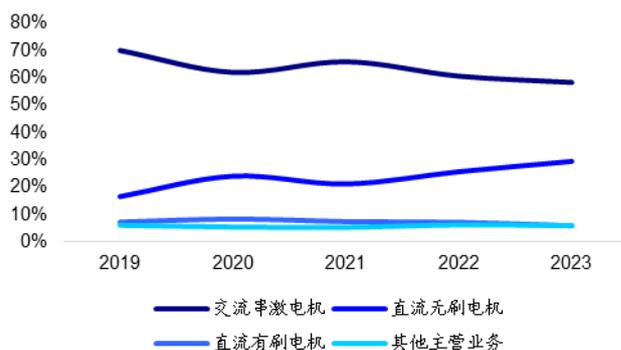
串流电机占比约 60%，直流无刷电机收入占比稳步提升。公司主营业务结构以交流串激电机为主，2019 年至今在主营业务中的收入占比约在 60%左右。受益于近年来直流无刷电机市场应用方面的不断拓展以及技术成熟度的不断提高，公司直流无刷电机业务发展迅速，2023 年主营业务中的收入占比从 2019 年的 16.52%提升至 29.44%，直流有刷电机和其他主营业务在主营业务中的收入占比相对较小。

图5 公司主营业务中各个产品收入规模



资料来源：Wind, HTI

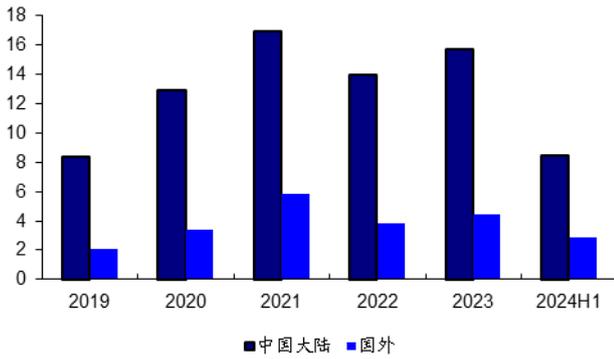
图6 公司各个产品占主营业务收入比例



资料来源：Wind, HTI

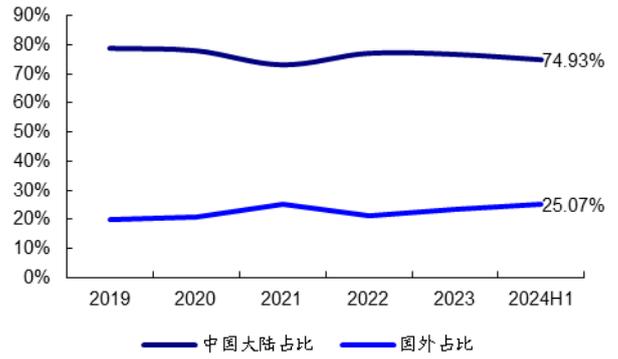
海外收入占比整体呈上升趋势。2020-2023 年及 2024 年上半年，公司境外收入占主营业务收入比例分别为 20.95%/25.29%/21.71%/25.07%，境外销售收入占比整体呈上升趋势。公司产品用于众多国外知名清洁电器终端品牌，公司部分内销客户为境外知名品牌的 ODM/OEM 厂商，2020-2022 年及 2023 年 1-6 月，实际产品最终用于境外市场或品牌的比重为 85.10%/83.01%/75.93%/78.91%，占比较高。2023 年 1-6 月，公司海外收入占比为 23.48%，其中，亚洲（不含中国大陆）、欧洲、美洲收入占主营业务收入分别为 17.23%/3.36%/2.89%，主要境外销售区域包括马来西亚、美国、印度尼西亚、巴西、越南等。

图7 公司分地区收入规模情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, HTI

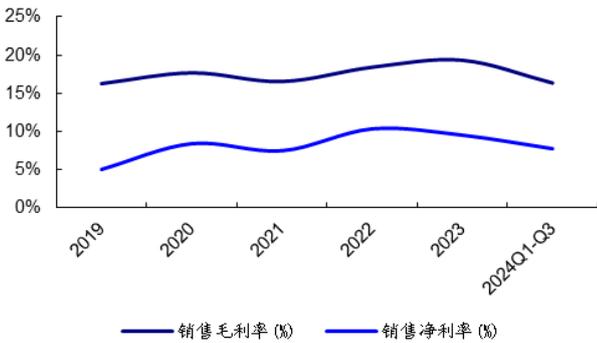
图8 公司国内外收入占比情况



资料来源: Wind, HTI

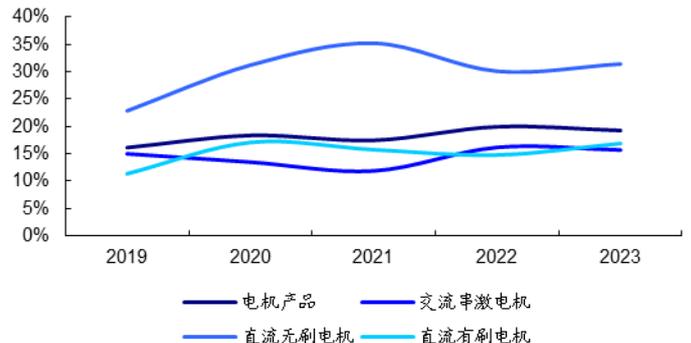
受益直流无刷电机收入占比提升, 公司盈利能力趋势向上。2019-2023 年及 2024 年前三季度, 公司销售毛利率分别为 16.26%/17.67%/16.53%/18.41%/19.32%/16.34%, 销售净利率分别为 5.02%/8.39%/7.46%/10.33%/9.51%/7.73%, 整体盈利能力波动向上, 我们认为主要受益于公司高毛利率直流无刷电机的营收占比提升。分产品来看, 公司直流无刷电机毛利率水平较高, 近年来维持在 30%左右, 高于直流有刷和串激电机。

图9 公司毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, HTI

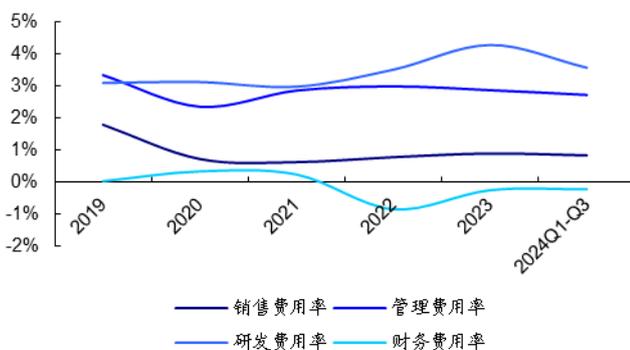
图10 公司分产品毛利率情况



资料来源: Wind, HTI

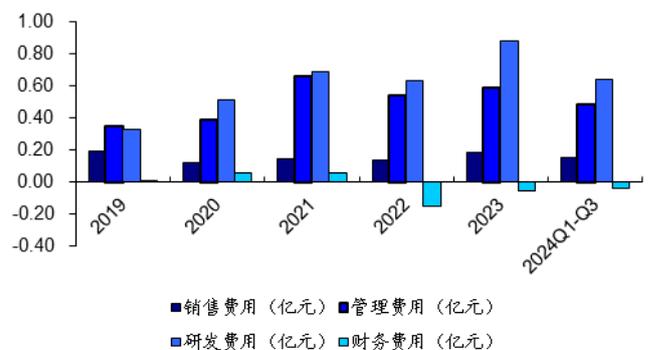
整体费用率管控得当, 研发费用率有所提升。2019-2023 年及 2024 年前三季度, 公司整体费用率分别为 8.32%/6.60%/6.76%/6.50%/7.85%/6.97%, 费用率平稳。公司对研发的重视程度较高, 叠加近期收入规模有所下降, 2023 年和 2024 年前三季度分别达到了 4.30%/3.59%, 相对于 2019 年的 3.11%有一定提升。

图11 公司费用率整体情况



资料来源: Wind, HTI

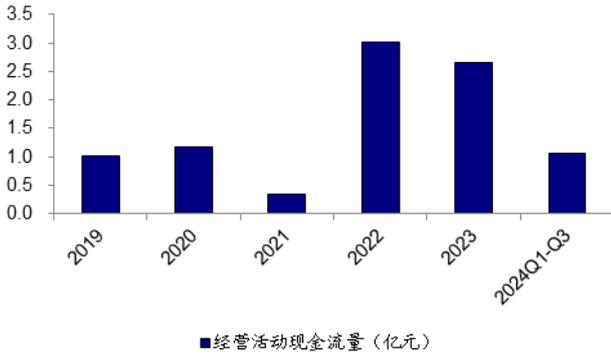
图12 公司销售/管理/研发/财务费用情况



资料来源: Wind, HTI

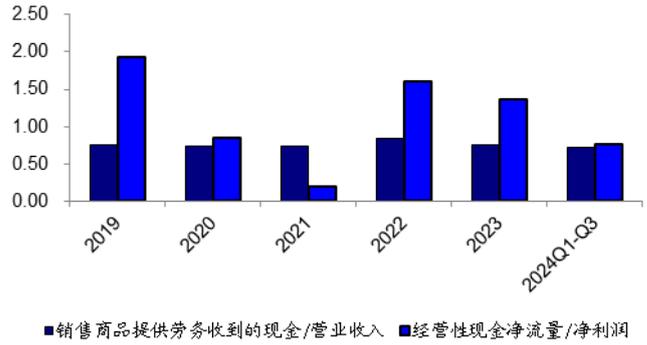
现金流充裕, 收益质量较高。2020-2023 年及 2024 年前三季度, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.18/0.33/3.01/2.66/1.06 亿元, 且收益质量保持较高水平。

图13 公司经营性现金流状况



资料来源: Wind, HTI

图14 公司收益质量情况

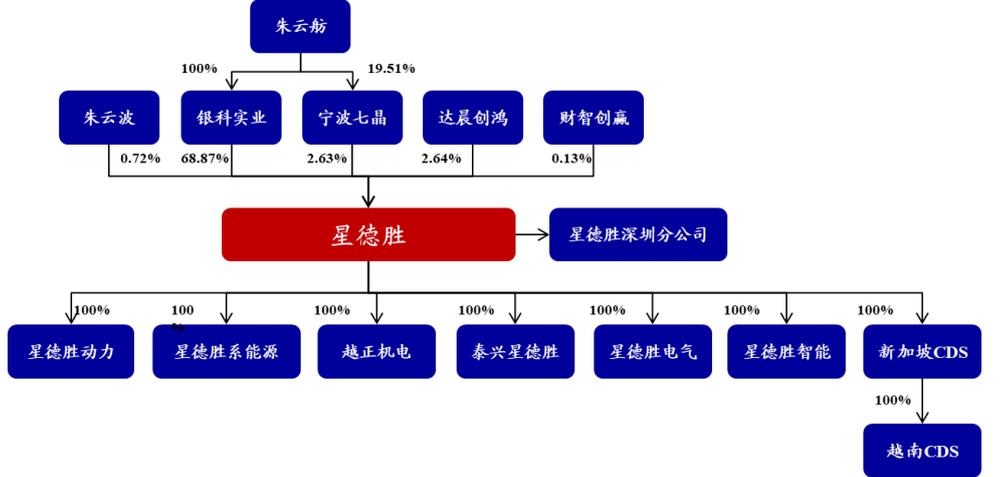


资料来源: Wind, HTI

1.3 股权结构较为集中，子公司众多

现任董事长为公司实控人，股权结构较为集中。公司实际控制人为朱云舫先生，通过持有银科实业 100.00% 的股权，间接持有公司 68.87% 的股份，并通过担任宁波七晶普通合伙人及执行事务合伙人间接控制公司 2.63% 的股份。朱云舫先生系公司主要创始人，2004 年 11 月至 2021 年 6 月，任星德胜有限执行董事、总经理；2021 年 6 月至今，任星德胜董事长、总经理。在创立公司前已在吸尘器电机行业从业多年，积累了大量客户、供应商资源及相应的市场和技术经验。

图15 公司股权结构



注: 截至 2024 年 10 月 20 日
资料来源: wind, HTI

子公司分工明确，海外建厂产能加速扩展。截至招股说明书（注册稿）签署日，公司拥有 7 家全资子公司。其中，苏州越正电机主营电机、电器绝缘配件的研发、生产及销售；苏州英诺威主营电池包的研发、生产和销售，目前主要开展电池包的销售；泰兴两家子公司主营微特电机产品的加工服务；苏州星德胜主营电池包、PCBA 板的生产、销售。此外，公司主要境外销售地为马来西亚、印度尼西亚、美国、罗马尼亚、巴西、越南等，为优化公司产能布局，丰富产品结构，提升公司抗风险能力以及对国际贸易摩擦的抵御能力，公司计划以自有资金投资 4000 万元，在越南投资设厂，建立 4 条直流无刷电机与交流串激电机生产线，公司已完成相关境外投资备案，目前越南 CDS 已开始筹建，预计 2025 年全面达到设计年产量。

表 3 公司子公司情况

	全资子公司	成立时间	主营业务
1	CINDERSON VIETNAM TECHNOLOGY COMPANY LIMITED (越南 CDS)	2023 年 7 月 7 日	拟从事微特电机及 PCBA 板的生产业务
2	CINDERSON PTE. LTD. (新加坡 CDS)	2022 年 6 月 30 日	除持有越南 CDS 股权外无其他实际业务
3	苏州星德胜智能电气有限公司	2021 年 11 月 17 日	电池包、PCBA 板的生产、销售
4	泰兴星德胜电机有限公司	2019 年 9 月 6 日	微特电机产品的加工服务
5	泰兴市星德胜电气有限公司	2015 年 11 月 18 日	微特电机产品的加工服务
6	苏州星德胜新能源有限公司	2014 年 4 月 3 日	电池包的研发、生产和销售
7	苏州市越正机电有限公司	2000 年 12 月 20 日	电机、电器绝缘配件的研发、生产及销售

资料来源：星德胜招股说明书（注册稿），HTI

1.4 IPO 募集资金扩产助力公司成长

公司目标募集资金 9.60 亿元（实际募集资金 9.33 亿元），主要投建年产 3000 万套无刷电机及控制系统、500 万套电池包扩能项目。募投项目是根据微特电机现有的市场格局以及未来发展趋势，致力于帮助公司在现有业务的基础上进行规模化扩张、产业链完善、下游市场拓展及技术更新。未来将进一步提高公司的生产能力和技术水平，从而有效地提升公司核心竞争力。

表 4 公司募投项目

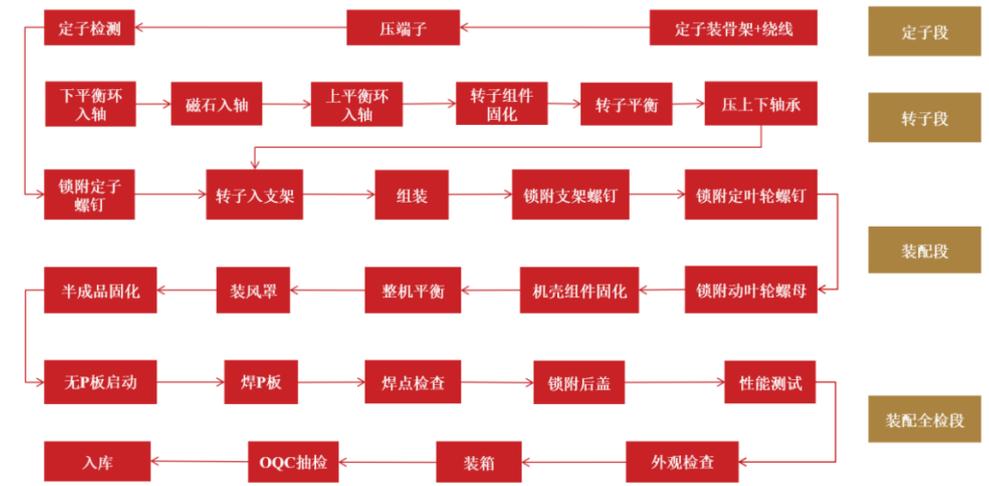
	项目名称	总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目建设期	项目介绍
1	年产 3000 万套无刷电机及控制系统、500 万套电池包扩能项目	65644.15	65644.15	24 个月	项目的建设完成将直接扩大公司现有的生产规模，增加公司在吸尘器电机市场的占有率并同步开拓工业风机等新产品领域。
2	研发中心建设项目	9355.85	9355.85	24 个月	项目建设完成将有效改善现有的研发环境，完善研发体制及研发技术人才配置。
3	有刷电机技改项目	5983.47	5983.47	24 个月	项目的建设完成将提升现有产线的智能制造水平，实现减员增效。
4	补充流动资金	15000.00	15000.00	-	将扩大公司流动资金规模，满足公司不断增长的营业收入与营运资金的配套需求，促进公司发展并降低经营风险。
	合计	95983.47	95983.47		

资料来源：星德胜招股说明书（注册稿），HTI

2. 微特电机：竞争格局分散，市场规模稳定增长

微特电机：全称微型特种电动机，通常指直径小于 160mm、额定功率小于 750W，或具有特殊性能、特殊用途的电机。微特电机的制造工序较为复杂，涉及精密机械、精细化工及微细加工，同时包括磁材料处理、绕组制造、焊接绝缘处理等工艺技术，需要的工艺装备数量多、精度高。

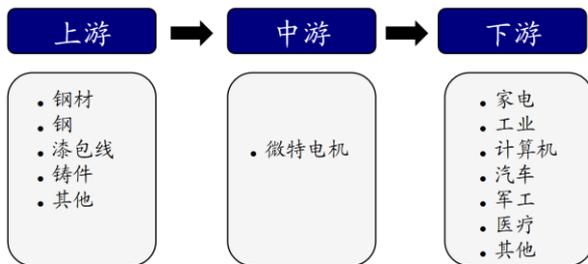
图16 公司无刷直流电机生产工艺流程



资料来源：星德胜招股说明书（注册稿），HTI

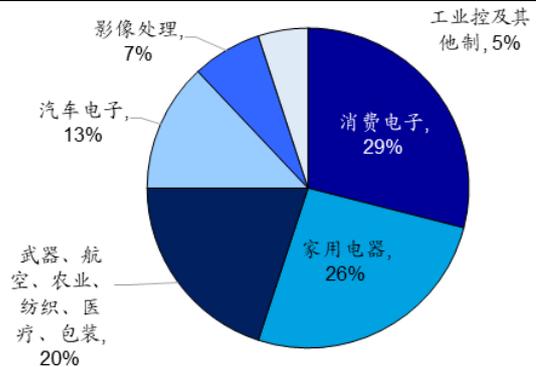
微特电机下游包括家电、工业、计算器、汽车、医疗等领域，因此受下游行业特别是终端产品的需求影响较大。从应用分布来看，消费电子及家用电器是微特电机的主要应用领域，分别占到 29%和 26%；武器、航空、农业、纺织、医疗、包装等占到 20%；汽车电子占到 13%；影像处理、工业控制及其他占比较小，分别占 7%和 5%。

图17 微特电机产业链



资料来源：华经产业研究院，HTI

图18 微特电机下游应用分布



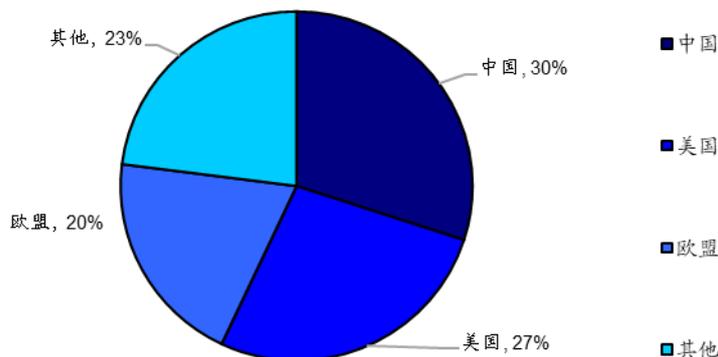
资料来源：思瀚产业研究院公众号，HTI

2.1 竞争格局分散，海外厂商技术领先

国外微特电机发展历史悠久，国内在高精密微特电机方面较为缺乏。从微特电机行业竞争格局来看，国外微特电机发展至今已有数百年历史，具有先进的电机设计能力、成熟的关键工艺和精密加工能力，主要集中在日本、德国、美国、英国、瑞士等国家。整体来看，中国微特电机行业属于劳动密集型、技术密集型产业，竞争完全且较为激烈。同时，我国微特电机产业在高精密微特电机方面较为缺乏，在医疗、机器人和国防装备等领域主要依赖进口。

从全球电机市场的规模分工来看，中国是电机的制造地区，海外发达国家是电机的技术研发区。以微特电机为例，中国是全球微特电机第一大生产国，日本、德国、美国等是微特电机研发主导力量，掌控着全球大部分高档、精密、新型微特电机的技术。从市场份额来看，根据前瞻产业研究院测算，2020年中国电机行业规模占比 30%，美国占和欧盟分别占比 27%和 20%（根据中国电机行业规模以及全球电机总规模测算）。

图19 微特电机市场结构 (2020年)



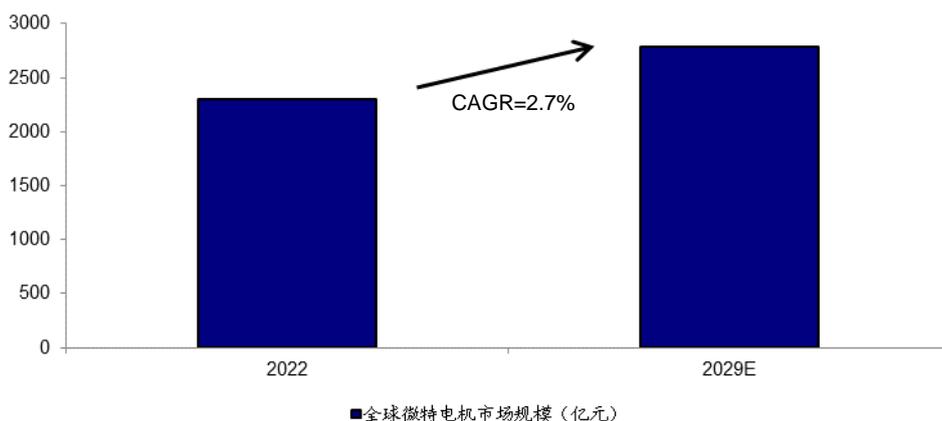
资料来源：前瞻产业研究院，HTI

微特电机领域日本企业持续领先。根据 QYResearch，2019 年全球 top10 主要厂商份额占比超过 42%。全球范围内，微特电机核心厂商主要包括 Nidec、Asmo (Denso)、Johnson Electric、Minebea Mitsumi 和 Mabuchi Motors 等。2022 年，全球第一梯队厂商主要有 Nidec、Asmo (Denso)、Johnson Electric 和 Minebea Mitsumi；第二梯队厂商有 Mabuchi Motors、Mitsuba、威灵电机和大洋电机等。

2.2 微特电机市场规模可观，直流无刷电机优势愈发显著

微特电机应用范围持续扩大，市场规模稳步提升。随着发展中国家的广泛应用需求而实现技术水平与市场规模的持续提升，应用领域从音响设备、家电设备、办公自动化设备行业逐步拓展到医疗器械、工业自动化、新能源汽车、机器人等产业。根据商业新网站援引 QYResearch 调研显示，2022 年全球微型电机市场规模大约为 2305 亿元人民币，预计 2029 年将达到 2784 亿元，2023-2029 年期间年复合增长率 CAGR 为 2.7%。

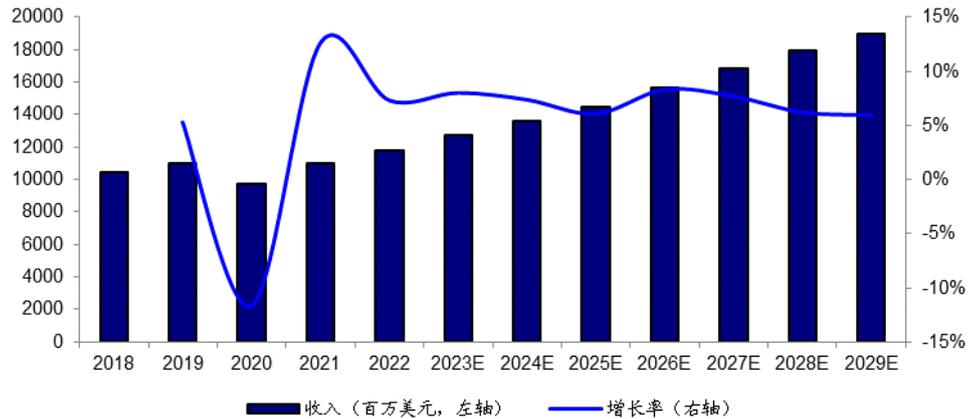
图20 全球微特电机市场规模预测



资料来源：QYResearch，HTI

微型直流电机年市场规模稳增。直流电机按照电刷的有无进一步分为有刷电机与无刷电机，应用领域可覆盖信息处理器、汽车、音响设备、电器、航空、医疗等领域。根据商业新知网站援引 QYResearch，2022 年全球微型直流电动机市场收入达到了 117.65 亿美元，预计 2029 年将达到 189.72 亿美元，期间年复合增长率为 7.06% (2023-2029)。地区层面来看，中国市场在过去几年变化较快，2022 年市场规模为 28.74 亿美元，约占全球的 24.43%，预计 2029 年将达到 52.6 亿美元，届时全球占比将达到 27.73%。从产品类型及技术方面来看，由于无刷直流电动机不需要机械换向器，可以实现高速转动和快速反转，并且具有低噪音、低振动、高效率等优点，未来无刷直流电动机增速较高。

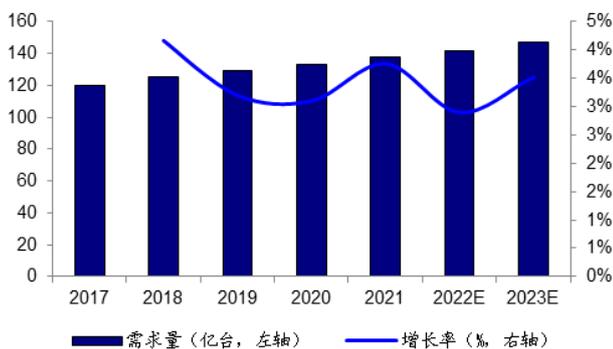
图21 全球微型直流电动机市场规模及预测



资料来源：QYResearch 公众号，HTI

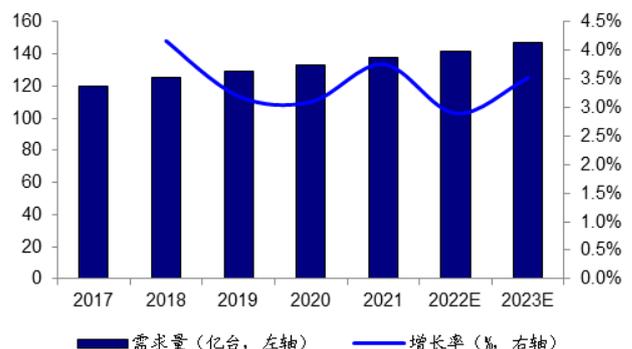
国内微特电机发展较快，品类较为齐全。我国在技术水平、产品性能、规格种类、生产规模等方面都取得了很大的进步，自主研发了高精度步进电机、直流无刷电机等系列机型，到 2021 年我国微特电机产量达 143 亿台。同时，行业非标市场得到长足发展，为客户提供定制化服务的能力显著提升。目前，我国微特电机行业已形成包含设计开发、关键材料生产、关键零部件制造、专用设备制造、专用检测和试验设备配套的完整工业体系，实现 25 个大类、60 个系列、超 5000 个规格的微特电机产品规模化生产，占据全球超过 70% 的产量。根据鼎智科技招股说明书援引 Wind 数据显示，我国微特电机市场规模从 2018 年的 1024.1 亿元增长至 2021 年的 1343.7 亿元，期间复合增长率为 9.48%。

图22 中国微特电机需求量



资料来源：鼎智科技招股说明书援引中商产业研究院，HTI

图23 中国微特电机市场规模



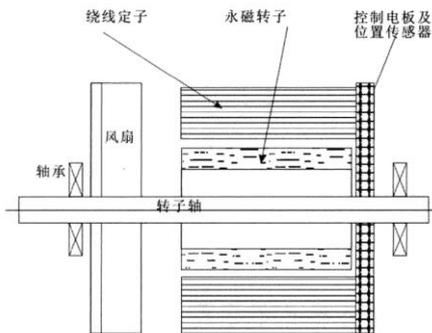
资料来源：鼎智科技招股说明书援引 Wind，HTI

行业的龙头效应越来越明显。根据思瀚产业研究院，国外微特电机产品逐渐向轻量化、永磁化、无刷化、驱动电机一体化、智能化、网络化和高性能化发展；生产技术向集约化、柔性化、自动化、专业化以及生产协作配套化发展；测试技术向高效和自动化发展。从国际上微特电机制造行业技术和产业化水平来看，目前发达国家和地区的大型企业具有雄厚的实力和集成创新能力，市场优胜劣汰促使行业集中度不断提升，行业的龙头效应越来越明显。

国内微特电机行业内部存在较大的分化，大型上市公司因资金充足、产能规模较大、品牌知名度较高等原因，在整个行业的发展中占据了先机，逐步扩大市场占有率，“马太效应”较为明显。

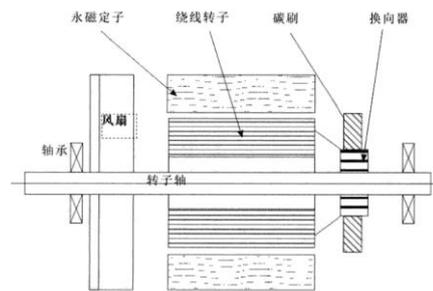
直流无刷电机较直流有刷电机优势明显。直流无刷电机非常适合于需要高可靠性、高效率和高功率密度的应用。由于没有电刷磨损和更换，直流无刷电机的可靠性非常高。因此，其预期寿命显著高于有刷电机，从而大大延长产品的使用寿命。在相同的电池容量下，若所需输出功率一致，直流无刷电机的作业时间更久。从无刷电机的结构来分析，无刷电机采用电流波交变换向，避免了换向器与碳刷的机械运动与磨擦，从而减少了发热、噪音及电能损耗；从另一方面，无刷电机采用永磁转子，转子的重量低于有刷电机的转子，使无刷电机转子转动惯量低于有刷电机，进一步降低损耗。普通有刷电机的最高电机效率一般在 70%左右，而无刷电机的最高电机效率可达 80%。

图24 无刷直流电机结构



资料来源：《浅谈无刷直流电机在电动工具中的应用》孙超英，HTI

图25 有刷直流电机结构



资料来源：《浅谈无刷直流电机在电动工具中的应用》孙超英，HTI

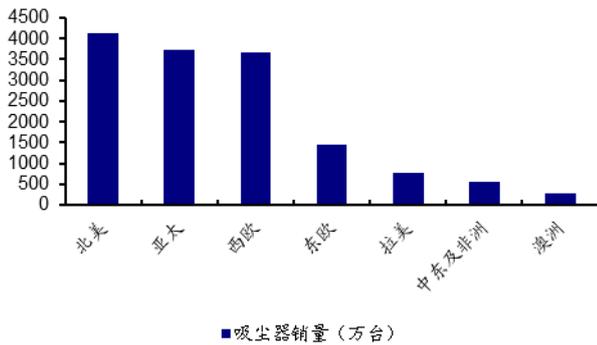
直流无刷电机或引导下游电动化趋势。根据传动网援引 Grand View Research 的统计数据，2022 年全球 BLDC 电机市场的规模为 188.254 亿美元，预计到 2030 年将会达到 308.6 亿美元，其间年复合增长率约为 6.5%。无刷直流电机目前已在众多下游领域高端应用普及，如：1) 吸尘器领域，国内外中高端吸尘器已普遍采用直流无刷电机，控制方式也已经完成了从模拟控制向全数字无位置传感器控制的转变，数字化的电机控制系统已在行业内开始普及。2) 手工具领域，在发展中的亚太、拉美市场，充电式电动工具产品的增长率也远高于有绳电动工具。研发与生产充电式电动工具，已成为各品牌电动工具公司抢占市场份额的法宝之一。3) 园林工具领域，直流锂电园林工具产品价格与传统燃油产品相近，性能与之相当，使用体验、后期维护等优于燃油产品；园林工具巨头纷纷布局或拟布局割草机器人领域。4) 吹风机领域，采用直流无刷电机马达的高速吹风机是当下发展方向。

3. 下游应用：市场广阔，格局分散

3.1 吸尘器市场

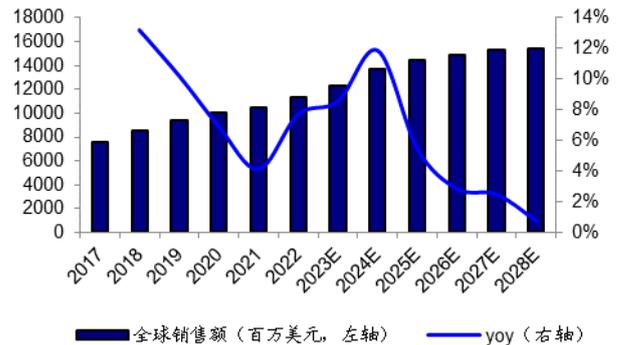
从销售量看，未来五年年均复合增长率为 3.06%。根据公司招股说明书援引欧睿国际的统计数据，2022 年全球吸尘器市场销量达到 1.47 亿台，其中北美地区销量最高，达到 4216 万台；亚太地区占比第二，销量达到 3728 万台；西欧地区紧随其后，为 3678 万台；其余东欧、澳洲、拉美、中东及非洲等地区合计达到 3074 万台。根据欧睿国际的预测，全世界吸尘器市场销量在 2027 年将达到 1.71 亿台，2022-2027 年间年均复合增长率为 3.06%。从销售额看，根据 QYResearch，2022 年全球吸尘器市场销售额为 113.01 亿美元，2027 年全球吸尘器市场销售额将达到 152.59 亿美元，2022-2027 年间年均复合增长率为 6.19%。

图26 全球吸尘器主要区域销售情况 (2022 年)



资料来源：星德胜招股说明书（注册稿）援引欧睿国际，HTI

图27 全球吸尘器销售规模

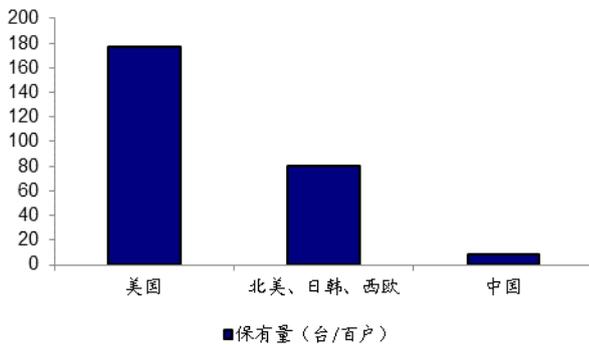


资料来源：QYResearch 公众号，HTI

从保有量看，北美、西欧等成熟市场保有量较高，国内成长空间较大。根据 QYResearch 的数据，2019 年美国吸尘器保有量高达 176.5 台/百户，位居全球第一；北美、日韩、西欧多国保有量均超 80 台/百户。而中国 2019 年吸尘器保有量仅为 8 台/百户，处于普及初期，距成熟市场水平仍有较大成长空间。

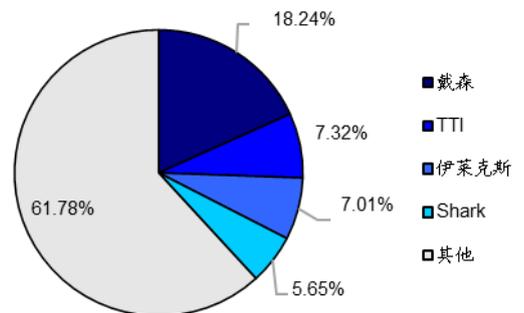
头部效应明显，国外公司占比高。2022 年全球吸尘器销售额份额前 4 厂商分别为戴森 (18.24%)、TTI (7.32%)、伊莱克斯 (7.01%)、Shark (5.65%)，CR3 约为 32.57%。全球其他领先厂商包括 Bissell、松下、石头科技、美诺、飞利浦、美的、博世、莱克、Stanley Black & Decker、海尔、Neato Robotics、苏泊尔、德尔玛等。

图28 全球吸尘器部分区域保有量 (2019 年)



资料来源：QYResearch 公众号，HTI

图29 全球吸尘器销售额份额 (2022 年)



资料来源：QYResearch 公众号，HTI

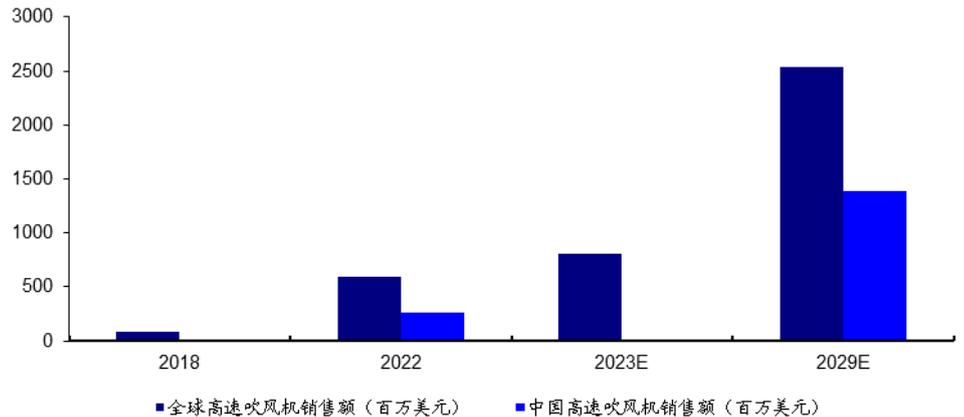
国内外中高端吸尘器已普遍采用直流无刷电机。目前，国内外中高端吸尘器已普遍采用直流无刷电机，控制方式也已经完成了从模拟控制向全数字无位置传感器控制的转变，数字化的电机控制系统已在行业内开始普及。随着 MCU 芯片技术的发展，电机控制板的功能也逐渐趋于多元化、智能化的方向发展。

3.2 吹风机市场

传统吹风机向高速化方向发展势在必行。据消费日报援引卫健委数据统计，我国脱发人群已经超过 2.5 亿人，与此同时，越来越多的女性出现了头发发质衰老的问题，并呈现出年轻化趋势，而作为日常使用频次很高的小家电，传统吹风机因吹发时高温容易灼伤头皮，头发吹干后毛躁不柔顺、护发效果不显著等原因饱受诟病，在经历了干发、美发阶段后，目前主要向高速和护发两个方向发展。

高速吹风机未来市场空间广阔，复合增长率将达到 20.87%。高速吹风机指的是电机转速在 10 万转/分钟以上的吹风机，此类吹风机采用的直流无刷电机马达，具有转速高、体积小、寿命长等优点。根据 QYR 的统计及预测，2022 年全球高速吹风机市场销售额达到了 598.50 百万美元，2029 年将达到 2532.65 百万美元，预计 2023-2029 年复合增长率为 20.87%。中国市场在过去几年变化较快，2022 年市场规模为 267.00 百万美元，约占全球的 44.61%，预计 2029 年将达到 1392.05 百万美元，届时全球占比将达到 54.69%。

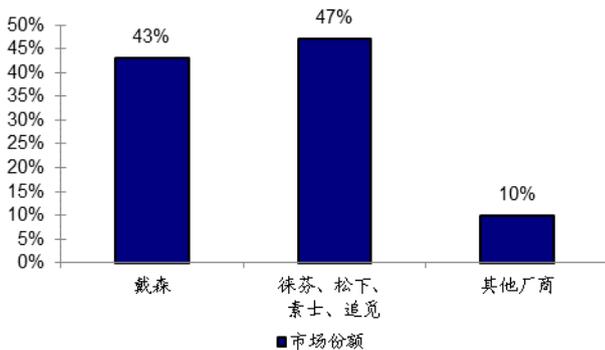
图30 全球高速吹风机市场销售额及预测



资料来源：QYResearch 公众号，HTI

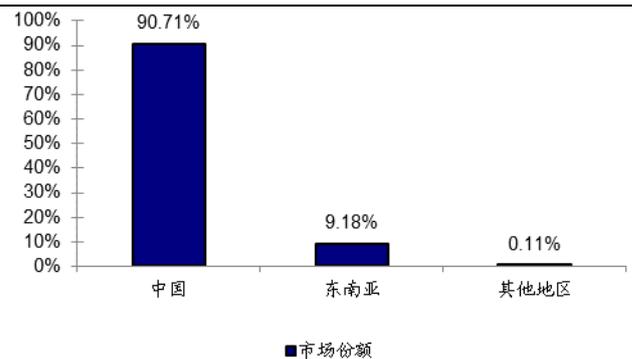
从竞争格局看，全球主要高速吹风机制造商包含戴森、徕芬、松下、素士和追觅。前五大厂商占有全球约 90% 的市场，其中戴森约占 43%。从生产端来看，中国和东南亚是两个重要的生产地区，2022 年分别占有 90.71% 和 9.18% 的市场份额。从产品风速方面来看，20 到 50 米每秒占有重要地位，2022 年约占 82%，预计 2029 年份额将达到 86.26%。从应用领域来看，家用在 2022 年份额大约是 92.76%，未来几年 CAGR 大约为 20.98%，其次是理发沙龙。

图31 全球高速吹风机市场份额（分厂商，2022 年）



资料来源：QYResearch 公众号，HTI

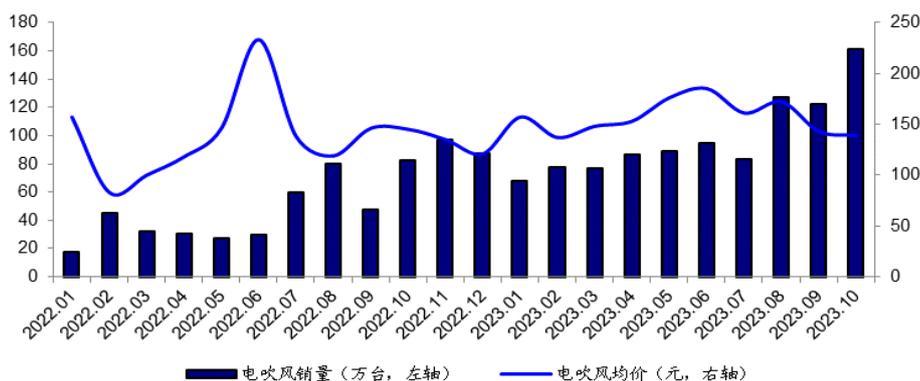
图32 全球高速吹风机生产端市场份额（分地区，2022 年）



资料来源：QYResearch 公众号，HTI

价格降级以及线上销售助力高速吹风机市场大爆发。1) 伴随研发技术持续精进，**高速吹风机价格持续下行。**根据立鼎研究院援引奥维云网数据显示，2023 年上半年高速吹风机均价仅为 783 元，相比去年同期降低了 41.3%，更有厂商推出了百元左右的高速吹风机产品，未来高速吹风机或将逐渐回归至传统吹风机的百元价格带。2) **高速吹风机市场大爆发。**根据消费日报援引奥维云网数据显示，2020 年高速吹风机仅有 6 个品牌，16 款机型；至 2023 年 6 月，共有 84 个品牌推出 139 款高速吹风机，高速吹风机市场大爆发。3) **高速吹风机依托线上平台，销售额高速增长。**2023 年上半年吹风机零售额达 39.2 亿元，同比增长 26.3%，其中，高速吹风机零售量份额为 20.2%。高速电吹风的主要品牌徕芬等主要在线上渠道销售，线下渠道较为空白。

图33 2022年1月-2023年10月抖音平台电吹风销量及均价

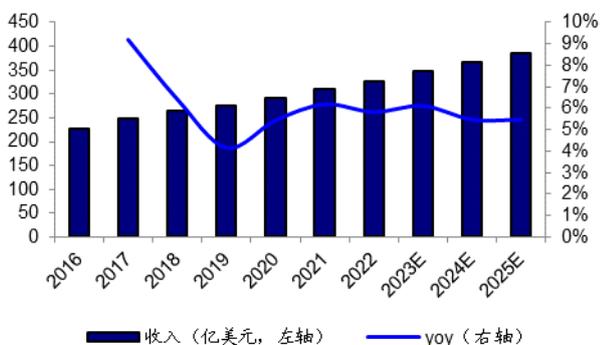


资料来源：奥维数据罗盘微信小程序，HTI

3.3 电动工具市场

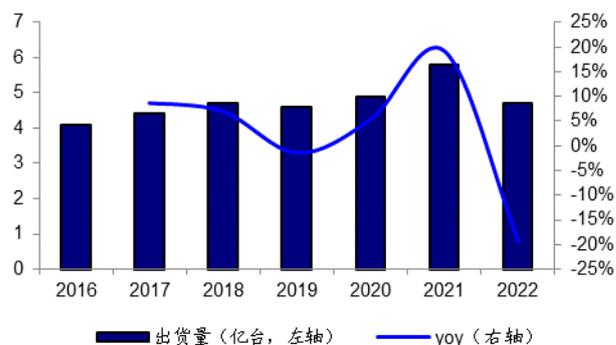
全球电动工具行业市场规模呈现稳步增长的态势。根据公司招股说明书援引弗若斯特沙利文的数据，2020年全球电动工具市场规模为291亿美元，2020-2025年电动工具市场规模将保持5.8%的年复合增长率，到2025年将达到386亿美元的市场规模。根据EVTank联合伊维经济研究院共同发布的《中国电动工具行业发展白皮书(2023年)》，2022年全球电动工具出货量为4.7亿台，同比大幅下滑19.3%，而全球市场规模也同比下滑18.1%至521.6亿美元。

图34 全球电动工具行业市场规模及预测



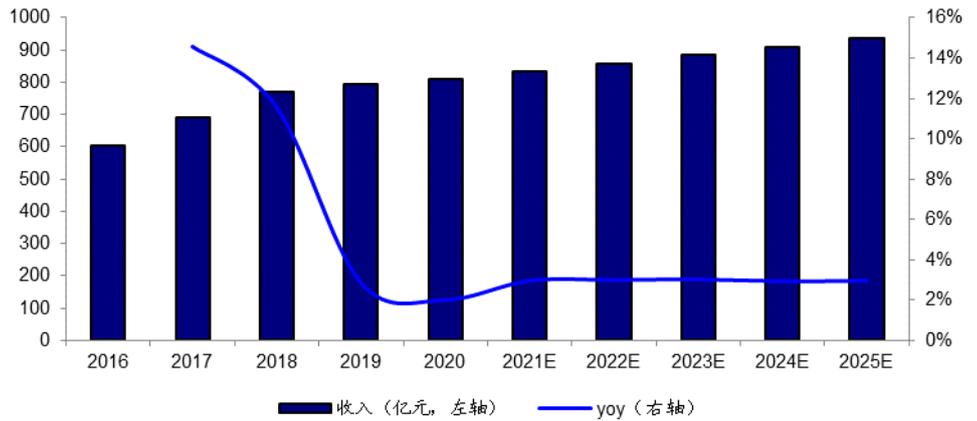
资料来源：星德胜招股说明书（注册稿）援引弗若斯特沙利文，HTI

图35 全球电动工具出货量情况



资料来源：EVTank、伊维经济研究院《中国电动工具行业发展白皮书(2023年)》，HTI

中国电动工具增速高于全球，已成为最主要出口国。伴随着中国制造产业在全球竞争力不断提高，中国已成为国际电动工具市场最主要出口国，全球85%以上的电动工具在中国生产。根据公司招股书援引头豹研究院数据，2020年中国电动工具市场规模约为809亿元，2016-2020年中国电动工具市场规模年均复合增长率达7.62%，高于全球增速，预计到2025年中国电动工具市场规模将增长至937亿元。

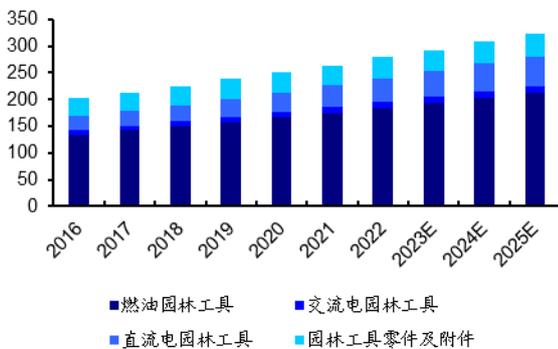
图36 中国电动工具行业市场规模及预测


资料来源：星德胜招股说明书（注册稿）援引头豹研究院数据，HTI

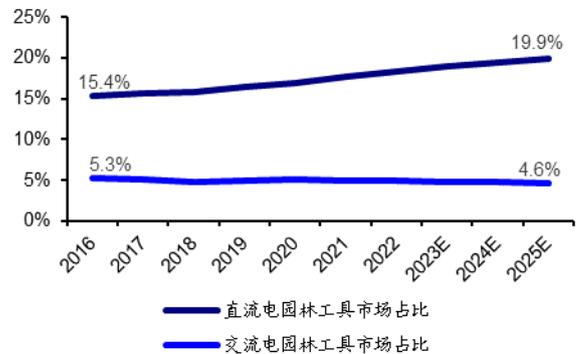
无绳工具的转变趋势将带来无刷电机渗透率提升，锂电池电动工具产业向中国转移。无刷电机成为主流驱动单元也属于电动工具发展趋势之一。无刷电机采取电子换向并去除了电刷，从而极大减少了电火花对遥控无线电设备的干扰，保证了整机的运行表现和能耗效率。随着中国锂电池电动工具制造企业生产工艺不断改进，产品品质逐步提高，管理能力增强，业内领先企业的产品质量和技术标准已能够符合欧美准入要求，产品在全球范围内得到广泛认可；同时，欧美发达国家和地区的锂电池电动工具制造商为了降低成本、拓展市场，逐步将生产环节向中国转移，在中国建立产业基地或通过ODM/OEM等方式与中国企业进行合作。

3.4 园林工具市场

全球园林工具市场稳定增长，电动园林工具加速渗透。根据前瞻产业研究院援引弗若斯特沙利文数据，全球园林工具市场规模由2016年的202亿美元增长至2022年的279亿美元，年复合增速5.5%，2025年全球园林工具市场规模预计达324亿美元，年复合增速5.1%。其中，直流电动园林工具市场规模预计增长至56亿美元，年复合增速达8.4%，高于燃油动力4.8%和交流电力2.7%的年复合增速，电动园林工具市场渗透率也将提升至2025年的20%（除零部件）。

图37 全球园林工具行业市场规模及预测（亿美元）


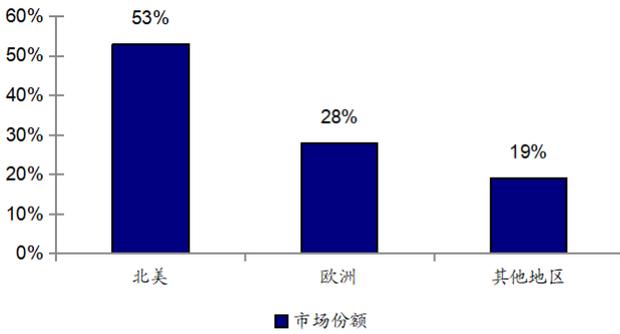
资料来源：前瞻产业研究院援引弗若斯特沙利文，HTI

图38 全球直流及交流电动园林工具占比及预测


资料来源：前瞻产业研究院援引弗若斯特沙利文数据，HTI

北美和欧洲主导全球园林工具市场。根据Global Info Research，北美是最大的园林工具市场，约占53%的市场份额，其次是欧洲，约占28%的市场份额，但是为增长较快的市场。

图39 全球园林工具各地区市场份额情况 (2022 年)



资料来源: Global Info Research, HTI

图40 全球园林工具市场分地区增长速度

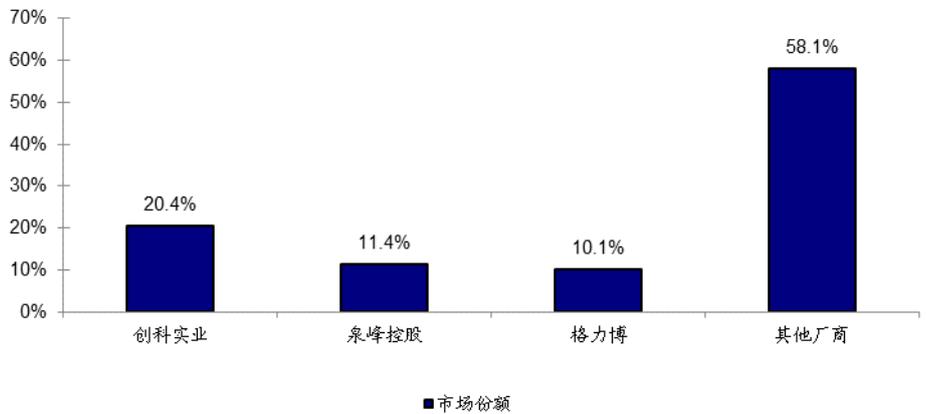


资料来源: Mordor Intelligence, HTI

传统燃油园林工具产品领域外资品牌占据主导地位。根据 QYResearch, 全球范围内, 园林无绳电动工具主要生产商包括 Husqvarna AB、The Toro Co.、Stihl、Bosch、Makita Corporation 等, 其中前五大厂商占有大约 36% 的市场份额 (基于 2022 年数据)。国内企业长期以代工业务的方式参与国际贸易, 附加值较低, 竞争力较弱。

电动园林工具领域国内厂商涌现。近几年国内涌现出泉峰、格力博等优秀的电动园林工具产品生产商。根据弗若斯特沙利文数据, 全球电动园林工具市场集中度较高, 行业龙头创科实业 2020 年市占率达 20.4%, 泉峰控股市占率由 2018 年的第七名迅速上升至 2020 年第二名, 达到 11.4%, 格力博市占率也达 10.1%。

图41 全球电动园林工具市场份额 (2020 年)



资料来源: 前瞻产业研究院援引弗若斯特沙利文数据, HTI

直流锂电园林工具产品性价比显现, 对传统燃油产品替代潜力大。首先, 在锂电技术快速发展背景下, 直流锂电园林工具产品价格与传统燃油产品相近, 性能与之相当, 使用体验、后期维护等优于燃油产品。其次, 地方环保政策限制汽油产品为直流锂电园林工具产品打开市场空间。最后, 随着品牌、渠道加码布局直流锂电园林工具, 预计园林工具锂电化渗透率将持续提升。园林工具巨头纷纷布局或拟布局割草机器人领域, 其中, 富世华、宝时得、MTD 凭借先发优势率先占据市场; John Deere、博世、本田等其他传统园林工具公司, 以及泉峰控股、格力博等电动园林工具公司亦陆续布局, 前者具备 OPE 领域的品牌和渠道优势, 后者还具备锂电技术优势; 此外, iRobot、九号公司、科沃斯等机器人公司, 在定位、导航、避障、智能交互等方面具备技术优势, 有望推出更智能化的割草机器人解决方案。

3.5 汽车微电机市场

随着汽车行业向电气化、智能化、自动化方向发展，对微电机的需求将持续增长。根据普华永道，为提高使用的便利程度，汽车的雨刮器、清洗水泵、空调、电动门窗、电子油泵、电子转向机、电子刹车、电动座椅、座椅通风、电动折叠后视镜、随动转向大灯等设备越来越广泛地使用了微特电机进行控制。中低档汽车中一般存在 20-30 个微特电机，而高档汽车中使用的微特电机能达到 60-70 个甚至更多。随着汽车行业的电气化、智能化转型，单车可承载电气设备的功率和数量不断增加，汽车用微特电机市场前景广阔。

汽车微电机市场规模庞大。随着汽车的电动智能化不断推进，微电机的智能座舱中的应用越来越广泛，从过去采用手动控制的机械装置，如出风口、香氛、座椅调节、中控屏等子系统，逐渐转变为电机驱动，逐步实现汽车控制装置的机电一体化。近年来电动座椅、电动出风口、吸顶屏、旋转屏幕等智能电动部件在智能座舱中的广泛应用，极大地提升了消费者的使用体验和整车科技感。根据 QYR 的最新统计及预测数据显示，全球汽车微电机市场在 2023 年展现出了稳健的增长态势，销售额达到了 162 亿美元。预计至 2030 年，全球汽车微电机市场的销售额将达到 199 亿美元，期间年复合增长率为 3.05%。

4. 竞争优势显著，未来成长可期

4.1 产品体系完善，拓展“三电一体”系统化解决方案

在产品性能、结构设计和功能实现等多方面形成了特有的产品和技术优势。技术研究和产品设计方面，公司在高速高效稀土永磁电机的电磁优化设计方面具备丰富的技术积累，为永磁式直流电机技术相关国家标准的主要编制单位之一；电机驱动硬件设计方面，公司设有专门的软件开发团队，在直流无刷电机芯片的软硬件开发配套方面具有较强的竞争力；在空气动力学设计方面，公司系行业内最早成立流体力学研发团队的企业，在电机吸力和噪音控制方面具有较强的实力。产品开发方面，公司首创直径 45mm 的高速无刷马达；成功研发具有发明专利的 Y 系列干湿两用马达；成功研发重量仅为 120g 的大功率超轻量马达等。

表 5 公司产品优势

产品名称	产品代表性	产品参数	行业对比结果
高速风筒马达	公司代表产品之一，风量大、噪音低	风量 67CMH 噪声 77.4dB (A) 额定功率 225W	风量和噪音优于同行业竞品马达
随手吸用高速马达	公司代表产品之一，体积小、重量轻、效率高	最大吸功 109.8W 最大流量 14.49L/s 最大效率 48.1% 噪声 90.2dB (A) 额定功率 400W	最大吸功、最大流量均高于同行业竞品马达
便携式吸尘器用高速马达	公司代表产品之一，效率高、噪音低、吸功大	最大吸功 165.8W 最大流量 25.1L/s 最大效率 55.8% 额定功率 400W	马达效率相比同行业竞品马达高出 10 个百分点
大功率吸尘器高速马达	公司代表产品之一，体积小、功率高、吸功大、效率高	最大吸功 231.9W 最大流量 24.36L/s 最大效率 56.1% 额定功率 400W	马达直径小，最大吸功、最大流量以及效率优于同行业竞品马达
扫地机器人主吸力马达	公司代表产品之一，吸功大、效率高、噪音低	额定功率 25W 最大吸功 11.8W 最大效率 45.20%	最大吸功比同行业竞品马达高 50%，效率比竞品马达高出 10 个百分点

资料来源：星德胜招股说明书（注册稿），HTI

表 6 公司正在从事的主要研发项目

序号	项目名称	技术领域	项目进度	拟达到目标
1	前向离心风机用外转子永磁无刷直流电机研发	电机与控制	测试阶段	开发一款可以匹配多款前向离心风机的外转子用永磁无刷直流电机
2	驱动内置式系列冷柜用永磁无刷直流电机研发	电机与控制	测试阶段	开发一款采用驱动器内置设计方式的内转子用永磁无刷直流电机
3	后向离心风机用外转子永磁无刷直流电机研发	电机与控制	试制阶段	开发一款可以匹配多款后向离心风机的外转子用永磁无刷直流电机
4	三风道干湿两用马达的研发	电机与控制	试制阶段	开发一种特殊的三风道风机防水结构,在马达运转时防止任意方向水渍进入电磁部位或带电体区域
5	高效干式马达结构的研发	电机与控制	试制阶段	开发一种特殊的风机结构,通过提高风机部件表面光洁度以及导风轮进出风的顺畅度以减小能量损耗,提升马达效率
6	新型电机冷却技术的研发	电机与控制	试制阶段	开发一种新型的电机冷却结构,该结构在机壳内部设置了热空气通道,使电机内部温度及时有效散出,提高马达使用寿命
7	新型能效电机技术的研发	电机与控制	试制阶段	开发新型高效电机结构和制造工艺,达到降低电机损耗的目的,满足电机系统节能高效的需求
8	超轻量化 900W 大功率马达的研发	电机与控制	试制阶段	开发一款轻量化高功率的马达,通过使用低损耗芯片、高强度材料和特殊的结构设计以实现重量轻、体积小、能量密度高的特点
9	M 系列高效率马达的研发	电机与控制	试制阶段	开发一款新型高效率马达,通过特殊的芯片设计和结构设计,提升马达的效率、定位精度和结构强度

资料来源:星德胜招股说明书(注册稿),HTI

拓展“三电一体”系统化解决方案,持续稳固竞争优势。公司电机控制团队通过为客户提供定制化服务,根据各个客户自身特点和产品需求,定制化研发量产了累计超过 200 个吸尘器无刷电机专用项目,在吸尘器电机领域形成了完整的产品图谱,具备产品多元化的竞争优势。近几年公司已完成了对电池、电机控制领域的业务整合,形成了以电机、电池包、电机控制器为核心的“三电一体”系统化解决方案。公司研发制造的电机控制系统率先采用无感正弦矢量控制,实现脉动小,噪音低等优势。公司积极开展该系统化解决方案的设计和开发,形成了直流无刷电机从结构设计、电磁优化以及电机驱动软硬件设计等全流程的研发和制造能力。

凭借技术优势,在吸尘器细分领域中市场份额较高。根据公司招股说明书(注册稿)援引国家统计局、智研咨询的统计数据显示,2021 年中国家用吸尘器产量达到 1.44 亿台。根据公司招股说明书(注册稿)中 2021 年相关产品内销出货量测算,全国家用吸尘器年产量中 25% 以上的吸尘器产品使用了公司生产的微特电机。根据公司招股说明书(注册稿)援引弗若斯特沙利文数据,2022 年全球家用吸尘器主吸力电机销量达到 1.40 亿台。根据公司招股说明书,公司主吸力电机产品在全球的市场占有率达到 27.01%。

表 7 公司吸尘器领域市占率

项目	2022 年	2021 年	2020 年
内销家用吸尘器主吸力电机销量(万台)	3028.78	4094.20	3605.37
全国家用吸尘器产量 ¹ (万台)	/	14413.70	13382.90
国内市场占有率	/	28.40%	26.94%
公司家用吸尘器主吸力电机销量(万台)	3790.08	5403.69	4425.09
全球家用吸尘器主吸力电机销量 ² (万台)	14034.71	17267.74	15810.59
全球市场占有率	27.01%	31.29%	27.99%

资料来源:星德胜招股说明书(注册稿),HTI

注 1:全国家用吸尘器产量数据来自国家统计局、智研咨询;2022 年度统计数据公开渠道未查询到;

注 2:全球家用吸尘器主吸力电机销量数据来自弗若斯特沙利文。

4.2 规模化生产助力进一步降本增效

公司已具规模效益。电机行业市场成熟度高，竞争较为激烈，具有规模化生产能力的企业才能保证在市场中立足并获得发展。公司目前微特电机年产能已超过 6000 万台，自动化程度不断提高、规模化采购以及生产工艺的不断改进使得公司具有较大的生产成本优势。从全球范围内看，吸尘器电机这一细分领域中的主要参与者包括日本电产、多麦机电、德昌电机控股、莱克电气等业内领先企业。根据公司招股说明书（注册稿），德昌电机控股电机产品年产量超过 10 亿台，产品种类较多，包括汽车行业相关的定制电机、驱动器、开关以及驱动子系统产品，家用电器、动力工具、商业设备、个人护理用品、建筑自动化、保安系统、视听系统以及其他工业产品；日本电产旗下家用、商用电器行业子公司 Nidec Global Appliance 2021 年度电机及压缩机产品年产能超过 8000 万台；莱克电气 2021 年电机产品产能达到 3800 万台。

区位优势相辅成本优势。长三角地区是我国重要的清洁电器产品及相关零部件、原材料的生产制造基地。公司主要客户及供应商多位于长三角地区，产品的生产、仓储、物流等各环节均受益于良好的地理位置和便利的交通条件；同时，公司主要原材料采取“以销定采”模式，地处电机主要原材料及零部件供应充足的长三角地区可以帮助公司更为便捷地安排生产计划以响应客户的订单需求。

4.3 客户资源丰富，客户粘性高

公司客户集中度低，客户资源丰富。近年来前五大客户占比约在 25% 左右，伟创力作为公司第一大客户，近年来（2020-2023H1）营收占比均不超过 10%。公司经过多年潜心耕耘，在以吸尘器为代表的清洁电器领域核心客户稳定，并在此基础上不断加大国外市场的拓展，产品广泛应用于包括必胜（Bissell）、鲨客（Shark）、创科集团（TTI）、伊莱克斯（Electrolux）、iRobot 等知名清洁电器终端品牌。以吸尘器市场为例，公司地处苏州，苏州作为国内较早进行吸尘器研发及生产的产业聚集地，具有悠久的吸尘器生产历史，集中了包括科沃斯、莱克电气、爱普电器、春菊电器、江苏美的等一大批优质的吸尘器客户资源。

表 8 公司 2020-2023 上半年前五大客户销售情况

年份	序号	客户名称	主营业务收入 (万元)	占比	主要销售电机类型
2023 年 1-6 月	1	伟创力	5823.06	6.63%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	2	杭州乐秀电子科技有限公司	5104.37	5.81%	直流无刷
	3	科沃斯	3661.02	4.17%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	4	广东德尔玛	3589.08	4.09%	交流串激、直流无刷
	5	德昌股份	3038.00	3.46%	交流串激、直流无刷、直流有刷
		合计	21215.54	24.15%	-
2022 年	1	伟创力	11856.01	6.67%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	2	科沃斯	8167.39	4.60%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	3	广东德尔玛	8006.54	4.51%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	4	深圳比亚迪	5866.51	3.30%	交流串激
	5	石头科技	5220.41	2.94%	交流串激
		合计	39116.86	22.01%	-
2021 年	1	伟创力	21078.67	9.26%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	2	VS Industry	12189.91	5.36%	交流串激、直流有刷
	3	广东德尔玛	10882.33	4.78%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	4	爱普电器	9173.29	4.03%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	5	春菊电器	7964.24	3.50%	交流串激、直流无刷、直流有刷
		合计	61288.44	26.94%	-
2020 年	1	伟创力	15415.02	9.45%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	2	爱普电器	8914.93	5.47%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	3	创科实业 (TTI)	6808.53	4.18%	交流串激、直流无刷、直流有刷
	4	VS Industry	6021.15	3.69%	交流串激、直流有刷
	5	斯卫浦电器	5366.92	3.29%	直流无刷、直流有刷
		合计	42526.56	26.08%	-

资料来源：星德胜招股说明书（注册稿），TTI

响应客户需求速度快。吸尘器制造企业对电机部件的批量供货需求大、质量标准高、交货期紧，而吸尘器产品本身又具有多品种、多批次、定制化程度高等特点，这对供应商的生产能力、管理能力、反应速度都提出了较大的挑战。公司拥有优秀的运营管理、研究开发以及生产制造团队，具备完善的质量管理体系、供应链管理体系，大幅缩短了产品开发以及交付的周期，从而能够稳定、快速地响应客户需求。

5. 盈利预测与估值分析

关键假设：

1) 锂电化、无绳化趋势明显，直流电机市场空间未来可期：

①行业

微特电机行业市场规模稳步增长。根据 QYResearch 调研显示，2022 年全球微型电机市场规模大约为 2305 亿元人民币，预计 2029 年将达到 2784 亿元，2023-2029 年期间年复合增长率 CAGR 为 2.7%。其中，2022 年全球微型直流电动机市场收入达到了 117.65 亿美元，预计 2029 年将达到 189.71 亿美元，年复合增长率为 6.91% (2023-2029)。根据 Grand View Research 数据，2023 年全球直流无刷电机市场规模为 198.64 亿美元，预计 2024 年至 2030 年将以 6.6% 的复合年增长率增长。国内方面，根据鼎智科技招股说明书援引 Wind 数据显示，我国微特电机市场规模从 2018 年的 1024.1 亿元增长至 2021 年的 1343.7 亿元，期间复合增长率为 9.48%。

公司主营业务为微特电机及相关产品的研发、生产及销售，产品涵盖了交流串激电机、直流无刷电机、直流有刷电机三大类型，主要应用于以吸尘器为代表的清洁电器领域，并已同步发展至电动工具、园林工具等其他终端应用领域。因此，微特电机的下游应用领域（如吸尘器、吹风机、电动工具、园林工具等领域）的需求情况对公司营业收入和经营业绩的影响较为显著。

i. 吸尘器：无绳吸尘器优势明显，高端产品国产化空间较大。根据公司招股说明书援引欧睿国际的统计数据，2022 年全球吸尘器市场销量达到 1.47 亿台，其中北美地区销量最高，达到 4216 万台；亚太地区占比第二，销量达到 3728 万台；西欧地区紧随其后，为 3678 万台；其余东欧、澳洲、拉美、中东及非洲等地区合计达到 3074 万台。根据欧睿国际的预测，全世界吸尘器市场销量在 2027 年将达到 1.71 亿台，2022-2027 年间年均复合增长率为 3.06%。从销售额看，根据 QYResearch，2022 年全球吸尘器市场销售额为 113.01 亿美元，2027 年全球吸尘器市场销售额将达到 152.59 亿美元，2022-2027 年间年均复合增长率为 6.19%。根据贝哲斯咨询数据，2022 年，中国无绳吸尘器市场规模达 62.58 亿元，全球无绳吸尘器市场规模达 203.99 亿元。无绳吸尘器的便捷性优势明显，在家用领域更受消费者欢迎，需求已高于吸尘器整体市场需求的增速增长。目前，国产无绳吸尘器市场份额占比高于国外品牌，但国内品牌仅有少数进入中高端市场布局，高端市场主要被戴森等国外品牌所占据，大部分国内品牌主要集中在中低端市场竞争。我们预计未来随着企业技术进步，高端国产替代将会加速进行，直流无刷电机占比将进一步提升。

ii. 电动工具：全球锂电池电动工具市场增长速度较高。目前，中国锂电池电动工具制造业内领先企业的产品质量和技术标准已能够符合欧美准入要求，欧美发达国家和地区锂电池电动工具生产环节正逐步向中国转移。根据公司招股说明书援引弗若斯特沙利文的数据，2020 年全球电动工具市场规模为 291 亿美元，2020-2025 年电动工具市场规模将保持 5.8% 的年复合增长率，到 2025 年将达到 386 亿美元的市场规模。推动市场增长的关键因素在于市场越来越多地采用无绳电动工具，工业环境中对紧固工具的需求不断增长，以及新兴经济体中建筑业的增长是推动电动工具市场增长的关键因素。基于此，我们预计锂电池电动工具未来将带给公司直流电机业绩增长。

iii. 园林工具：直流锂电园林工具替代率将持续提升。首先，在锂电技术快速发展背景下，直流锂电园林工具产品价格与传统燃油产品相近，性能与之相当，使用体验、后期维护等优于燃油产品。其次，地方环保政策限制汽油产品为直流锂电园林工具产品打开市场空间。最后，随着品牌、渠道加码布局直流锂电园林工具，预计园林工具锂电化渗透率将持续提升。根据前瞻产业研究院援引弗若斯特沙利文数据，全球园林工具市场规模由 2016 年的 202 亿美元增长至 2022 年的 279 亿美元，年复合增速 5.5%，2025 年全球园林工具市场规模预计达 324 亿美元，年复合增速 5.1%。其中，直流电动园林工具市场规模预计增长至 56 亿美元，年复合增速达 8.4%，高于燃油动力 4.8% 和交流电动力 2.7% 的年复合增速，电动园林工具市场渗透率也将提升至 2025 年的 20%（除零部件）。

iv. 吹风机：高速吹风机将带动直流无刷电机销量增长。传统吹风机因吹发时高温容易灼伤头皮，头发吹干后毛躁不柔顺、护发效果不显著等原因饱受诟病，在经历了干发、美发阶段后，目前主要向高速和护发两个方向发展。近几年，各品牌纷纷跟进高速吹风机，型号数量大爆发，根据立鼎研究院援引奥维云网数据显示，高速吹风机价格持续下行，未来或将逐渐回归至传统吹风机的百元价格带。根据 QYResearch 预测，2022 年全球高速吹风机市场销售额达到了 598.50 百万美元，2029 年将达到 2532.65 百万美元，预计 2023-2029 年复合增长率为 20.87%。高速吹风机采用直流无刷电机马达，基于此，我们认为吹风机高速化趋势将带动直流无刷电机销量增长。

② 公司

i. 公司对直流无刷电机产品进行提前布局，应用方面不断拓展以及技术成熟度不断提高。公司不断通过产品的更新迭代实现技术升级和性能优化，迎合了市场需求的变动趋势，公司营收从 2019 年的 10.61 亿元提升至 2021 年的 23.11 亿元，复合增速约 47.58%；归母净利润从 0.53 亿元提升至 1.72 亿元，复合增速约 81.09%。受全球地缘政治动荡、通货膨胀等宏观因素等影响，2022 年公司微特电机及相关产品的销售规模出现下降，营收同比下降 21.77% 至 18.08 亿元，但归母净利润同比提升 8.24% 至 1.87 亿元。2023 年，公司业绩逐步恢复，营收规模同比增长 13.63% 至 20.54 亿元，归母净利润同比提升 4.66% 至 1.95 亿元。公司直流无刷电机业务发展迅速，2023 年收入占比从 2019 年的 16.52% 提升至 29.44%。2023 年 1-6 月应用于高速吹风机的电机产品销售收入大幅上涨，达到 7531.33 万元，占有电机产品的 9.08%。基于此，我们认为随着直流电机应用场景进一步普及，公司电机产品中其他应用领域的占比将上升，公司直流电机特别是直流无刷电机收入及占比将有较大提升空间。

ii. 直流无刷电机占比提升将使公司综合毛利率稳中略升。2019-2023 年及 2024 年上半年，公司销售毛利率分别为 16.26%/17.67%/16.53%/18.41%/19.32%/17.46%，销售净利率分别为 5.02%/8.39%/7.46%/10.33%/9.51%/8.41%，整体盈利能力整体处于向好态势，我们认为主要受益于公司高毛利率直流无刷电机的营收占比提升。分产品来看，公司直流无刷电机毛利率水平较高，近年来维持在 30% 左右，高于直流有刷和串激电机。基于此，我们认为受益于公司直流无刷电机业务占比提升，公司综合毛利率将保持稳中略升。

iii. 公司 IPO 募集资金 9.33 亿元，主要投建年产 3000 万套无刷电机及控制系统、500 万套电池包扩能项目，有助于进一步打开未来成长空间。

2) 2023 年清洁电器市场逐步回暖，公司业绩将逐步恢复。2022 年，受需求逐渐恢复正常、全球地缘政治动荡及通货膨胀等影响，公司营收同比下降 21.77% 至 18.08 亿元，归母净利润同比略增 8.24% 至 1.87 亿元。2023 年，公司业绩逐步恢复。公司境外销售收入增长趋势总体良好，2023 年，公司实现外销收入 4.46 亿元，同比增长 16.74%。我们认为，销售收入增长趋势或可以持续。另一方面，随着行业竞争逐渐加剧，我们预计公司各类产品的市场均价或逐年略有降低。

基于以上假设，我们认为：

1) 交流串激电机。因受公司下游无绳化、电动化趋势影响，交流串激电机销售数量将与终端市场需求变动一致，销量将保持低水平稳定上涨，我们预计交流串激电机 2024-2026 年销量同比增长 19.00%、18.00% 和 17.00%，均价分别为 32.00、30.00 和 29.00 元/台。

2) 直流无刷电机。受益于公司下游产业无绳化、智能化趋势影响，高端吸尘器、锂电池电动工具、智能园林工具、高速吹风机等应用直流无刷电机的产品市场占有率将快速提升，将成为公司业绩新的增长点。同时考虑到此次 IPO 目标募集主要投建年产 3000 万套无刷电机及控制系统、500 万套电池包扩能项目，公司直流无刷电机产能预计大幅提升。我们预计直流无刷电机 2024-2026 年销量将保持快速增长，同比增长 30.00%、35.00%和 38.00%，均价分别为 59.00、58.00 和 55.00 元/台。

3) 直流有刷电机。考虑到直流有刷电机使用寿命、适用范围等缺点，以及电机高效化、小型化、集成化、驱动一体化的未来市场趋势，我们认为直流有刷电机销量将保持低水平的稳定增长，预计 2024-2026 年公司直流有刷电机销量同比增长 5.00%、5.00%和 5.00%，均价分别为 16.50、16.00 和 15.00 元/台。

4) 其他主营业务。公司主营业务收入中“其他”主要包括电池包、绝缘材料等。此次 IPO 目标募集主要投建年产 3000 万套无刷电机及控制系统、500 万套电池包扩能项目，电池包产能未来预计提升。同时，公司当前电池包销量在行业内市场占有率较低，经过数年的积累，公司已具备相应电池包技术实力，依托现有客户资源以及“三电一体”系统化解方案。目前其他主营业务营收占比小，未来存在一定不确定性，谨慎起见，我们预计 2024-2026 年同比增长 20.00%、20.00%和 20.00%。

5) 其他业务：公司其他业务主要为废料销售、材料销售等，占营业收入比重较小。谨慎起见，我们参考过去年份收入规模，预计 2024-2026 年收入分别为 0.30、0.30 和 0.30 亿元。

表 9 公司业务预测

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1.电机收入	总计 (亿元)	21.55	16.67	19.01	22.46	26.43	31.52
	销量 (万台)	4303.66	2999.91	3556.00	4231.64	4993.33	5842.20
	销量 yoy	29.06%	-30.29%	18.54%	19.00%	18.00%	17.00%
1.1 交流串激电机	价格 (元/台)	34.82	35.91	33.15	32.00	30.00	29.00
	收入 (亿元)	14.99	10.77	11.79	13.54	14.98	16.94
	收入 yoy	48.28%	-28.12%	9.44%	14.86%	10.63%	13.10%
	毛利率	11.87%	16.18%	15.69%	13.00%	13.00%	13.00%
	销量 (万台)	709.41	695.05	1001.11	1301.45	1756.95	2424.60
	销量 yoy	29.20%	-2.02%	44.03%	30.00%	35.00%	38.00%
1.2.直流无刷电机	价格 (元/台)	68.87	66.67	60.42	59.00	58.00	55.00
	收入 (亿元)	4.89	4.63	6.05	7.68	10.19	13.34
	收入 yoy	23.24%	-5.16%	30.53%	26.96%	32.71%	30.86%
	毛利率	35.24%	30.11%	31.43%	30.00%	30.00%	30.00%
	销量 (万台)	1107.26	775.14	713.31	748.98	786.43	825.75
	销量 yoy	10.87%	-29.99%	-7.98%	5.00%	5.00%	5.00%
1.3.直流有刷电机	价格 (元/台)	15.15	16.32	16.46	16.50	16.00	15.00
	收入 (亿元)	1.68	1.27	1.17	1.24	1.26	1.24
	收入 yoy	23.66%	-24.58%	-7.20%	5.24%	1.82%	-1.56%
	毛利率	15.76%	14.78%	16.90%	15.00%	15.00%	15.00%
	销量 (万台)	1107.26	775.14	713.31	748.98	786.43	825.75
2.其他主营业务	收入 (亿元)	1.20	1.10	1.20	1.44	1.73	2.07
	收入 yoy	37.08%	-8.60%	9.14%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	13.90%	6.24%	9.03%	6.00%	6.00%	6.00%
3.其他业务	收入 (亿元)	0.36	0.31	0.33	0.30	0.30	0.30
	收入 yoy	68.52%	-13.63%	7.70%	-9.17%	0.00%	0.00%
	毛利率	-31.17%	-21.31%	22.34%	10.00%	10.00%	10.00%
综合	综合营收 (亿元)	23.11	18.08	20.54	24.20	28.46	33.89
	综合收入 yoy	39.91%	-21.77%	13.63%	17.78%	17.61%	19.09%
	毛利率	16.53%	18.41%	19.32%	18.04%	18.72%	19.31%

资料来源：星德胜招股说明书（注册稿），HTI

我们预计公司 2024/2025/2026 年年收入分别为 24.08/28.33/33.75 亿元，归母净利润分别为 2.06/2.51/3.13 亿元，EPS 分别为 1.06/1.29/1.61 元/股，对应 PE 分别为 23.65/22.41/18.39 倍。我们选取科力尔、江苏雷利、莱克电气、祥明智能和德昌股份为可比公司，可比公司 2024 年预测 PE 估值平均值为 22.76 倍。考虑到公司是清洁电器领域微电机领先企业，新产品和新领域不断拓展，有望打开一定成长空间，同时参考可比公司估值，我们给予公司 2024 年 28 倍 PE 估值，目标价 29.65 元/股（预计 2024 年公司 EPS 为 1.06 元），合理市值 57.72 亿元，维持“优于大市”评级。

表 10 可比公司估值 (2024.12.24)

公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	预估归母净利润 (亿元)		PE (倍)		PB (倍)	
			2024 年	2025 年	2024 年	2025 年	2024 年	2025 年
科力尔	16.69	103.61						
江苏雷利	40.50	129.35	3.49	4.35	37.04	29.77	3.73	3.43
莱克电气	22.93	131.51	12.11	13.73	10.86	9.58	2.37	1.91
祥明智能	24.62	26.79						
德昌股份	22.25	82.85	4.06	5.16	20.39	16.07	2.72	2.39
平均值					22.76	18.47	2.94	2.58

资料来源：Wind, HTI

注：可比公司 2024-2025 年预估归母净利润来源于 Wind 一致预期。

基于公司所处行业竞争较为激烈的考虑，我们对公司的敏感性测算结果如下：

表 11 公司收入增速预测敏感性分析

项目	2023	2024E	2025E	2026E
预期收入 (百万元)	2054	2408	2833	3375
yoy	13.6%	17.2%	17.6%	19.1%
小幅低于预期收入 (百万元)	2054	2374	2795	3332
yoy	13.6%	15.6%	17.7%	19.2%
大幅低于预期收入 (百万元)	2054	2374	2746	3236
yoy	13.6%	15.6%	15.7%	17.8%
极端情况预期收入 (百万元)	2054	2374	2759	3290
yoy	13.6%	15.6%	16.2%	19.3%

资料来源：Wind, HTI

表 12 公司归母净利润增速预测敏感性分析

项目	2023	2024E	2025E	2026E
预期归母净利润 (百万元)	195	206	251	313
yoy	4.7%	5.5%	21.8%	24.8%
小幅低于预期归母净利润 (百万元)	195	198	250	312
yoy	4.7%	1.4%	26.0%	24.9%
大幅低于预期归母净利润 (百万元)	195	180	218	260
yoy	4.7%	-7.8%	21.1%	19.3%
极端情况预期归母净利润 (百万元)	195	173	197	236
yoy	4.7%	-11.2%	13.7%	19.6%

资料来源：Wind, HTI

6. 风险提示

下游需求不及预期：若需求不及预期，影响公司电机产品出货量。

客户拓展不及预期：公司积极拓展下游领域如高速吹风机、园林工具等，若此领域客户拓展不及预期，影响公司成长。

竞争加剧：行业参与者众多，若竞争加剧，则有可能导致公司产品的价格和盈利能力承压。

业绩不及预期：上述等因素均或导致公司业绩不及预期。

公司始终保持产品、技术的持续创新，掌握多项微特电机相关的核心技术，通过研判市场最新技术和应用发展趋势，不断开发出符合市场需求的多元化电机产品，帮助客户实现对性能、外形、结构等多层次的设计要求。凭借优秀的研发及生产实力，公司多次获得国内外知名企业颁发的优秀供应商称号，并被评定为苏州工业园区专精特新“小巨人”企业、“苏州市市级企业技术中心”、“江苏省工程技术研究中心”。凭借着强劲的技术实力、出众的产品质量、突出的性价比以及快速响应的服务能力，公司在国内外市场获得了客户一致认可，产品广泛活跃于北美、欧洲、亚太等多个海内外市场，应用于包括必胜(Bissell)、鲨客(Shark)、创科集团(TTI)、伊莱克斯(Electrolux)、百得、松下、日立、飞利浦、美的、德尔玛、科沃斯、小米等国内外知名终端品牌电器产品。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
银科实业有限公司	91.8300
深圳市达晨创鸿私募股权投资企业(有限合伙)	3.5200
宁波七晶商务咨询合伙企业(有限合伙)	3.5100
朱云波	0.9600
深圳市财智创赢私募股权投资企业(有限合伙)	0.1800
合 计	100.0000

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	2054	2408	2833	3375
每股收益	1.00	1.06	1.29	1.61	营业成本	1657	1987	2327	2752
每股净资产	5.37	10.41	11.29	12.42	毛利率%	19.3%	17.5%	17.9%	18.4%
每股经营现金流	1.37	0.78	1.31	1.70	营业税金及附加	10	10	11	13
每股股利	0.02	0.31	0.41	0.49	营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	19	22	23	27
P/E	25.07	23.76	19.49	15.62	营业费用率%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
P/B	4.69	2.42	2.23	2.03	管理费用	59	67	93	111
P/S	2.38	2.03	1.73	1.45	管理费用率%	2.9%	2.8%	3.3%	3.3%
EV/EBITDA	-2.05	13.14	10.93	8.59	EBIT	218	232	277	350
股息率%	0.1%	1.2%	1.6%	1.9%	财务费用	-5	-5	-11	-10
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.3%
毛利率	19.3%	17.5%	17.9%	18.4%	资产减值损失	-8	-6	-1	-2
净利润率	9.5%	8.6%	8.9%	9.3%	投资收益	-1	-1	0	0
净资产收益率	18.7%	10.2%	11.4%	13.0%	营业利润	222	237	289	360
资产回报率	11.3%	7.5%	8.3%	9.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	18.3%	9.9%	10.9%	12.6%	利润总额	222	237	289	360
盈利增长 (%)					EBITDA	255	289	354	445
营业收入增长率	13.6%	17.2%	17.6%	19.1%	所得税	26	31	38	47
EBIT 增长率	11.5%	6.0%	19.8%	26.1%	有效所得税率%	11.9%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	4.7%	5.5%	21.8%	24.8%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	195	206	251	313
资产负债率	39.8%	25.9%	27.1%	28.8%					
流动比率	2.11	3.10	2.83	2.67	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	1.70	2.61	2.36	2.20	货币资金	533	1114	1037	1084
现金比率	0.77	1.58	1.27	1.11	应收账款及应收票据	539	644	761	898
经营效率指标					存货	270	334	381	454
应收账款周转天数	66.78	65.30	65.95	65.23	其它流动资产	107	94	134	174
存货周转天数	55.07	54.72	55.29	54.62	流动资产合计	1450	2184	2313	2610
总资产周转率	1.33	1.08	0.98	1.05	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	12.30	10.40	7.76	7.06	固定资产	164	299	431	524
					在建工程	69	170	185	167
					无形资产	24	30	38	46
					非流动资产合计	287	554	708	794
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	1737	2738	3022	3403
净利润	195	206	251	313	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	484	493	582	725
非现金支出	48	63	78	97	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1	0	0	1	其它流动负债	204	212	234	252
营运资金变动	24	-117	-74	-79	流动负债合计	688	705	817	977
经营活动现金流	266	152	255	331	长期借款	0	0	0	0
资产	-81	-309	-233	-182	其它长期负债	3	3	3	3
投资	0	-20	-20	-10	非流动负债合计	3	3	3	3
其他	11	-18	1	2	负债总计	691	709	820	981
投资活动现金流	-71	-347	-251	-189	实收资本	146	195	195	195
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1045	2026	2197	2416
股权募资	0	832	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-9	-56	-80	-95	负债和所有者权益合计	1737	2735	3017	3396
融资活动现金流	-9	776	-80	-95					
现金净流量	186	580	-77	47					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), HTI

APPENDIX 1**Summary****Investment Highlights:**

Leading micro motor company with significant advantages in its subdivided sector. Established in 2004, the company focuses on R&D, production, and sales of micro motors, including AC universal, DC brushless, and DC brushed motors, mainly for vacuum cleaners and expanding to power tools and garden tools. From 2020 to H1 2023, vacuum cleaner products accounted for over 83% of revenue, with a global market share of over 27% for main suction motors from 2020 to 2022. In the first three quarters of 2024, revenue and net profit attributable to shareholders were RMB 1.79 billion and RMB 138 million, respectively, with YoY changes of +20.93% and -5.21%.

The micro motor industry is steadily growing, especially in brushless DC motors. According to QYResearch, the global micro motor market was RMB 230.5 billion in 2022, expected to reach RMB 278.4 billion by 2029, with a CAGR of 2.7% from 2023 to 2029. The company's brushless DC motors are well-positioned to benefit from electrification and cordless trends. An IPO project aims to produce 30 million brushless motors and control systems annually, enhancing capacity and growth.

Wide downstream applications offer continuous benefits. Products are used in vacuum cleaners, power tools, garden tools, and high-speed hair dryers, with expanding applications. 1) Vacuum cleaners: Global sales expected to reach USD 15.259 billion by 2027, with a CAGR of 6.19% from 2022 to 2027. China's market is in early stages, with growth potential. 2) Power tools: Global market to reach USD 38.6 billion by 2025, with a CAGR of 5.8% from 2020 to 2025. 3) Garden tools: Expected to reach USD 32.4 billion by 2025, with a CAGR of 5.1% from 2022 to 2025. 4) Hair dryers: High-speed trend emerging, with increasing market share.

The company has significant competitive advantages and IPO projects accelerate growth. 1) Comprehensive product system and leading technology. In 2022, the main suction motor had a global market share of 27.01%. 2) Economies of scale reduce costs and increase efficiency, with an annual capacity of over 60 million micro motors. 3) Low customer concentration with strong client relationships, including brands like Bissell, Shark, TTI, Electrolux, and iRobot.

Profit forecast and valuation: We project 2024/2025/2026 revenue at RMB 2.408/2.833/3.375 billion, net profit attributable to shareholders at RMB 206/251/313 million, EPS at RMB 1.06/1.29/1.61 per share, and PE at 23.65/22.41/18.39 times. As a leading micro motor company in the cleaning appliance sector, with expanding products and fields, we give a 2024 PE valuation of 28 times, target price of RMB 29.65 per share (2024 EPS estimated at RMB 1.06), and a reasonable market capitalization of RMB 5.772 billion, with an "Outperform" rating.

Risk Warning: Risks include weaker than expected downstream demand, customer expansion, increased competition, and performance not meeting expectations.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，赵玥炜，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuewei Zhao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，王坤阳，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kunyang Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行) :

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

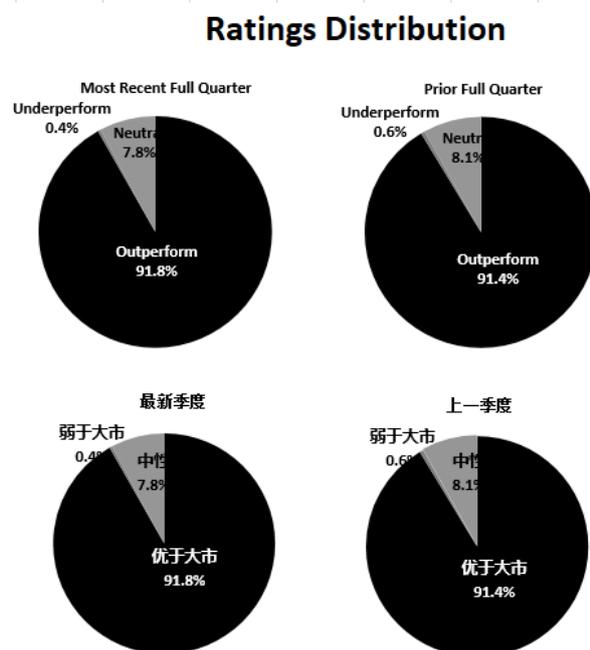
弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

评级分布 Rating Distribution



ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong

Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程,并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前,请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责

任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称“SFO”) 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」 (“Major U.S. Institutional Investor”) 和「机构投资者」 (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL"))第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong

International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Cinderson Tech - 603344 CH

