



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 02 月 19 日

基础数据

02 月 18 日收盘价（元）	27.00
总市值（亿元）	100.54
总股本（亿股）	3.72

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证家电】德昌股份（605555.SH）
2024 年中报：Q2 营收如期快增，主业
盈利改善持续兑现-2024.09.03

分析师：颜晓晴

S0190521020002

yanxiaoping@xyzq.com.cn

分析师：苏子杰

S0190522070005

suzijie@xyzq.com.cn

分析师：王雨晴

S0190523070007

wangyuqing@xyzq.com.cn

研究助理：周庆

zhouqing@xyzq.com.cn

德昌股份(605555.SH)

家电汽零双轮驱动，多元布局兑现高成长

投资要点：

- **深耕电机技术，家电汽零业务双驱动。**公司成立于 2002 年，以小家电电机研发制造起家，主营小家电整机代工、汽车电机研发制造，产品主销欧美市场。**家电业务**，公司分别于 2012 年、2019 年、2023 年切入 TTI、HOT、Shark Ninja 整机代工供应链，品类覆盖吸尘器、环境家居电器（加湿器、电风扇、空气净化器等）、个人护理电器（吹风机、卷发梳等）。**汽零业务**，2017 年公司创办“德昌科技”进军汽零领域，着力布局 EPS 电机、制动电机研发制造。家电、汽零业务双轮驱动下，2017-2023 年公司营收规模由 10.3 亿元增长至 27.8 亿元，6 年 CAGR 为 18.0%。
- **家电业务：主业稳固+新品成长，多维优势下增量可期。**1) 吸尘器：绑定核心客户 TTI，纵深拓展筑牢经营基本盘。长期维度，吸尘器全球市场规模稳步扩张，预计 2024-2029E 额、量 CAGR 分别为 8.9%、3.1%；欧美品牌占主导，TTI、Shark Ninja 份额居前。公司绑定核心大客户 TTI 并持续扩大合作规模，2017-2023 年吸尘器业务营收由 9.5 亿元增至 16.3 亿元，CAGR 为 9.5%。展望后续，TTI 稳健增长叠加 Shark Ninja 等新客户弹性释放，吸尘器代工主业稳步扩张可期。2) 多元小家电：拓品类、拓客户持续推进，订单放量兑现成长。新客户 HOT、Shark Ninja 导入顺畅，2019-2023 年多元小家电业务营收由 0.7 亿元增至 8.2 亿元，CAGR 达 82.8%。展望后续，公司持续加强与新老战略客户的合作深度、扩大合作范围，新订单放量有望支撑多元小家电业务持续成长。
- **汽车电机：受益国产替代机遇，订单放量兑现高成长。**1) 行业：市场规模稳步扩张，国产替代加速演绎。2025 年中国 EPS 电机市场规模有望超 57.1 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 5.7%。从竞争格局来看，外资占主导，性价比优势+新能源渗透率提升有望加速内资厂商国产替代进程。2) 公司：在手订单快速放量，厚积薄发兑现高成长。截至 2023 年，公司已累计收获 30 个项目定点，2024-2026 年定点金额超 23 亿元；24H1 新增定点项目 7 项，全生命周期总销售金额超 15 亿元。客户层面，已覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氮等国内外知名转向/制动系统供应商。展望后续，伴随新项目定点和量产持续落地，汽零业务规模扩张势能强劲，盈利改善空间充裕。
- **盈利预测：**中长期维度，吸尘器主业稳增长、多元小家电高增，EPS 电机强弹性释放，家电、汽零业务双轮驱动下公司高成长可期。我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年公司营收为 39.65/50.63/62.46 亿元；2024-2026 年归母净利润为 4.08/5.06/6.37 亿元，2025 年 2 月 13 日收盘价对应动态 PE 为 23.2/18.7/14.9，维持“增持”评级。
- **风险提示：**多元业务开拓不及预期，汇率风险，原材料价格上涨，单一客户依赖风险

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2775	3965	5063	6246
同比增长	43.2%	42.9%	27.7%	23.4%
归母净利润（百万元）	322	408	506	637
同比增长	7.9%	26.6%	24.1%	25.9%
毛利率	19.1%	17.7%	18.4%	19.1%
ROE	11.8%	13.7%	15.3%	17.2%
每股收益（元）	0.87	1.10	1.36	1.71
市盈率	29.4	23.2	18.7	14.9

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

1、公司：家电+汽零双轮驱动，多元布局持续增长	4
1.1、历史：吸尘器代工筑基，内生外延共驱成长	4
1.2、治理：股权结构集中，核心管理层稳定	5
1.3、财务：营收规模稳步扩张，盈利能力修复可期	5
2、家电业务：主业稳固+新品成长，多维优势下增量可期	8
2.1、吸尘器：绑定核心客户 TTI，纵深拓展筑牢经营基本盘	8
2.2、多元小家电：拓品类、拓客户持续推进，订单放量兑现成长	10
2.3、供应链优化+海外扩产能+自有品牌，巩固优势谋长远	12
3、汽车电机：受益国产替代机遇，订单放量兑现高成长	14
3.1、行业：市场规模稳步扩张，国产替代加速演绎	14
3.2、公司：在手订单快速放量，厚积薄发兑现高成长	16
4、盈利预测与估值	18
5、风险提示	19

图目录

图 1、公司发展历程	4
图 2、公司股权结构（截至 2024 年 12 月 9 日）	5
图 3、2017 年至今公司营收及同比增速	5
图 4、2020Q3-2024Q3 公司营收及同比增速	5
图 5、2017 年至今公司主营业务营收及同比增速（单位：亿元、%）	6
图 6、2017 年至今公司分业务营收结构	6
图 7、2017-2023 年公司分区域营收结构	6
图 8、2017-2020 年公司分国别营收结构	6
图 9、2017 年至今公司整体及各主营业务毛利率	7
图 10、2017 年至今公司费用率情况	7
图 11、2017 年至今公司及可比公司归母净利率	7
图 12、2017 年至今公司归母净利润及同比增速	7
图 13、2010-2029E 全球吸尘器销额及同比增速	8
图 14、2010-2029E 全球吸尘器销量及同比增速	8
图 15、2010-2029E 全球分区域吸尘器销额占比	8
图 16、2010-2029E 全球分区域吸尘器销量占比	8
图 17、2015-2024 年全球主要吸尘器品牌销量份额	9
图 18、长期以来 TTI 为公司第一大客户，依托 TTI 筑牢吸尘器业务基本盘	9
图 19、TTI 地板护理与器具业务经营与中国吸尘器出口景气相关度高	10
图 20、2024 年以来吸尘器出口延续改善趋势	10
图 21、2020 年以来 Shark Ninja 清洁电器营收及同比增速	10
图 22、2017-2026E 公司吸尘器销量及占海外吸尘器总销量的比重	10
图 23、2010-2029E 按功能类型划分的全球小家电销额及同比增速	10
图 24、2019-2023 年多元小家电业务营收及同比	11
图 25、公司逐渐降低对单一客户的依赖度	11
图 26、HOT 旗下拥有众多国际知名品牌	12
图 27、2005-2023 年 HOT 营收 CAGR 为 7.0%	12
图 28、2023Q3 以来 Shark Ninja 营收逐季提速	

图 29、 2024Q1-Q3 Shark Ninja 分业务营收构成 12

图 30、 2020-2023 年 Shark Ninja 多品类在欧美市场份额提升明显 12

图 31、 C-EPS、 DP-EPS、 R-EPS 对比 14

图 32、 国内 EPS 电机行业由外资企业占主导（2019 年） 15

图 33、 2010-2022 年我国 EPS 电机进口占比逐年下降 15

图 34、 2017-2020 年公司 EPS 电机产品线投入情况 16

图 35、 公司 EPS 电机营收及同比 17

图 36、 日本电产毛利率区间基本维持 20%-25% 17

表目录

表 1、 公司家电产能梳理 13

表 2、 公司汽车电机订单梳理 17

表 3、 公司分业务预测（单位：亿元、%） 18

表 4、 可比公司估值水平对比 18

1、公司：家电+汽零双轮驱动，多元布局持续成长

1.1、历史：吸尘器代工筑基，内生外延共驱成长

公司成立于 2002 年，深耕电机领域二十余年，依托于自身核心电机技术切入小家电整机代工构筑稳固基本盘。主业之外，公司持续推进产业链延伸及客户开拓，家电业务多点突破增量可期，汽零业务厚积薄发逐步兑现高成长。

1) 第一阶段 (2002-2011 年)：吸尘器电机代工。公司专注于吸尘器电机制造，凭借电机优秀的性能、突出的性价比，2007 年起陆续斩获 TTI、伊莱克斯等知名吸尘器制造商的代工订单。

2) 第二阶段 (2012-2016 年)：吸尘器整机代工。2012 年，公司积极把握 TTI 整机订单转移的契机，逐步向其供应吸尘器整机，并跻身吸尘器整机制造第一梯队。

3) 第三阶段 (2017 年至今)：业务多元化布局。家电代工业务，坚持战略大客户合作路线，与 TTI、HOT、Shark Ninja 等国际龙头家电品牌商形成战略合作，合作品类覆盖地面清洁电器（吸尘器干机、水机等）、环境家居电器（加湿器、电风扇、空气净化器等）、个人护理电器（吹风机、卷发梳等）。**汽车电机业务**，2017 年公司创办“德昌科技”正式切入汽零领域，经过多年的技术攻坚和客户沉淀，2022 年汽车电机开始量产并持续收获新定点，目前已覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氮等国内外知名转向/制动系统供应商。

图1、公司发展历程

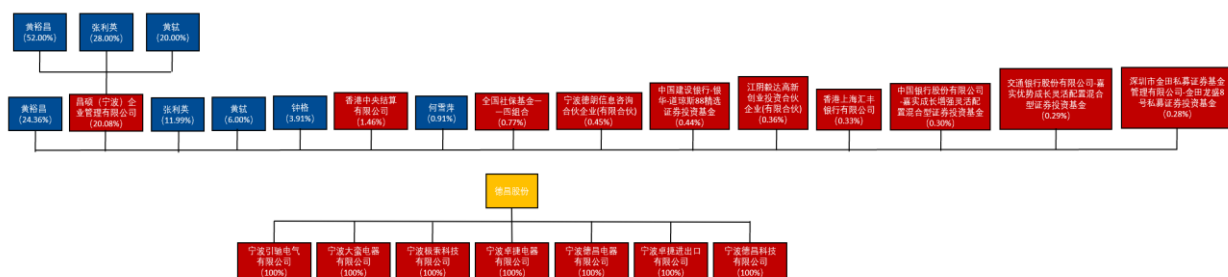


数据来源：公司公告、招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、治理：股权结构集中，核心管理层稳定

公司股权结构集中，实控人持股比例超 60%。公司实际控制人为黄裕昌、张利英和黄轼，黄裕昌任公司董事长兼总经理，黄轼为黄裕昌、张利英二人之子。截至 2024 年 12 月 9 日，公司实控人黄裕昌家族直接、间接合计持有公司股份 62.4%。公司股权结构集中，核心管理层与公司利益深度绑定，利于公司决策效率提升。

图2、公司股权结构（截至 2024 年 12 月 9 日）

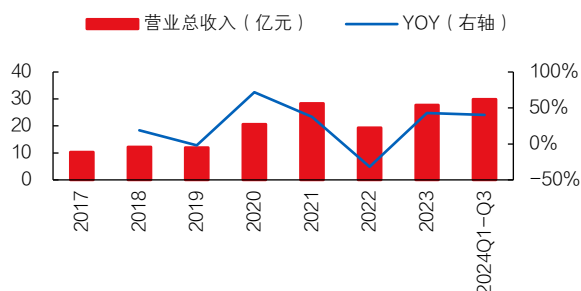


数据来源：企查查，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、财务：营收规模稳步扩张，盈利能力修复可期

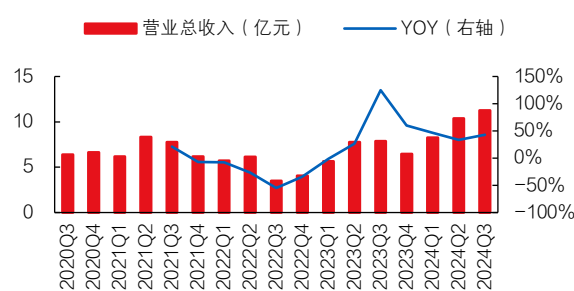
2017-2023 年公司营收规模稳步扩张，6 年 CAGR 为 18.0%。2017-2023 年公司营收规模由 10.3 亿元增长至 27.8 亿元，6 年 CAGR 为 18.0%。受海外家电去库存影响，2022 年公司经营短期承压。受益新一轮补库周期开启，存量客户需求回补，叠加新客户、新品类顺利开拓贡献订单增量，2023 年以来公司营收恢复高速增长。2024Q1-Q3 公司营收增速分别为+46.1%/+33.4%/+43.0%。

图3、2017 年至今公司营收及同比增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2020Q3-2024Q3 公司营收及同比增速

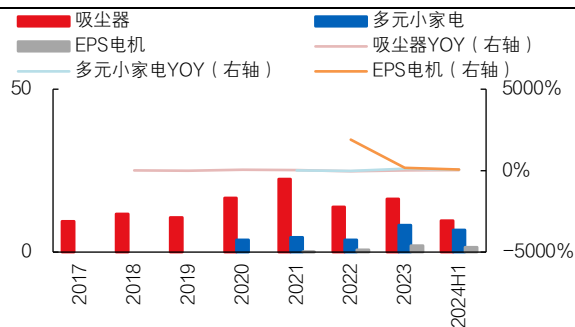


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从产品结构看，公司吸尘器代工主业基本盘稳固，新订单导入驱动多元小家电业务高增，EPS 电机业务进入快速放量期。公司主营吸尘器代工业务，2017-2023 年营收 CAGR 为 9.5%，占比由 91.9%降至 58.8%，主要系多元小家电、EPS 电

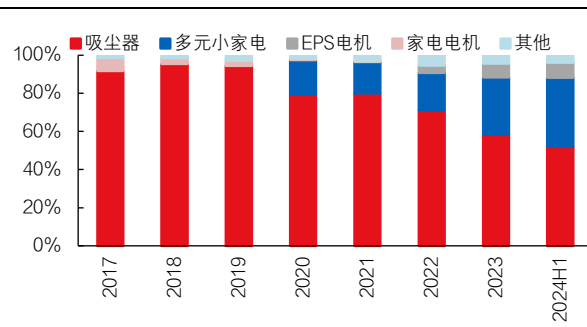
机业务逐步放量兑现高成长。2024H1 公司吸尘器/多元小家电/EPS 电机业务营收同比分别为+26.0%/+56.5%/+68.9%，占比分别为 51.9%/36.4%/7.9%。

图5、2017 年至今公司主营业务营收及同比增速
(单位: 亿元、%)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

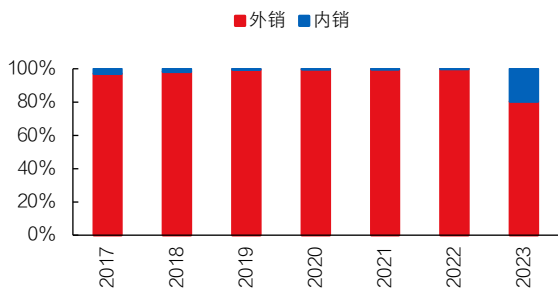
图6、2017 年至今公司分业务营收结构



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

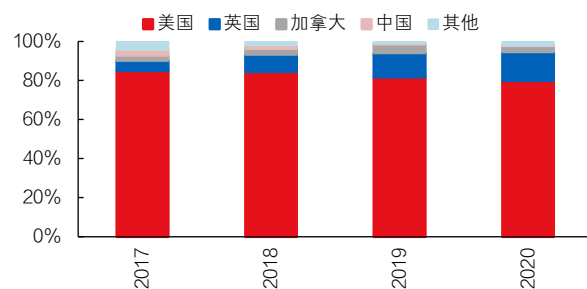
从区域结构看，公司主销欧美市场。2017-2022 年公司外销营收占比 97%以上，2022 年外销营收占比达 99.9%。分国别看，2020 年美国/英国/加拿大/中国/其他国家营收占比分别为 79.9%/14.7%/3.0%/0.3%/2.0%。2023 年公司内销/外销分别实现营收 5.3/21.6 亿元，同比+20286.7%/+16.2%，内销占比提升至 19.6%，主要系汽零业务内销增长及家电部分客户国内公司上门提货自行报关按内销开票处理所致。

图7、2017-2023 年公司分区域营收结构



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2017-2020 年公司分国别营收结构



数据来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

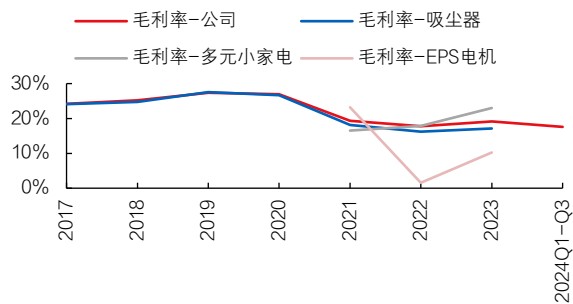
2017-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 21.0%, 盈利能力经历波动后企稳回升。

1) 从毛利率角度看，2017-2020 年公司毛利率基本维持在 25%到 30%，且整体呈现逐步上行趋势。2021-2022 年受原材料价格上涨、海运费高企等因素影响，公司盈利能力短期承压。伴随外部压制因素解除，叠加业务结构优化、规模效应凸显，公司主营业务盈利改善，2023 年吸尘器/多元小家电/EPS 电机业务毛利率同比+0.9/+5.1/+8.7pct至 17.1%/23.0%/10.3%，整体毛利率同比+1.3pct至 19.1%。

2) 从费用率角度看, 公司销售、管理、研发费用率合计基本稳定在 8%到 10%, 财务费用率受汇兑损益影响波动较大。

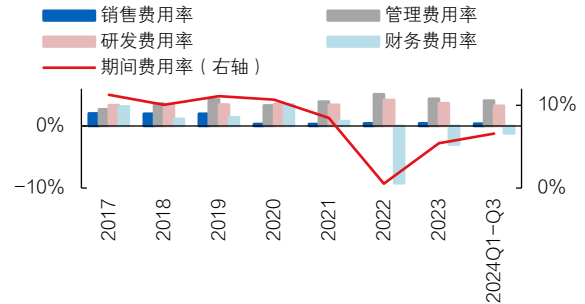
3) 从净利率角度看, 公司归母净利率基本维持在 10%到 15%, 2022 年汇兑收益显著增厚业绩, 伴随汇率利好因素减弱, 归母净利率逐步回归至正常水平。对比来看, 公司净利率水平在同行业中处于中上水平。

图9、2017 年至今公司整体及各主营业务毛利率



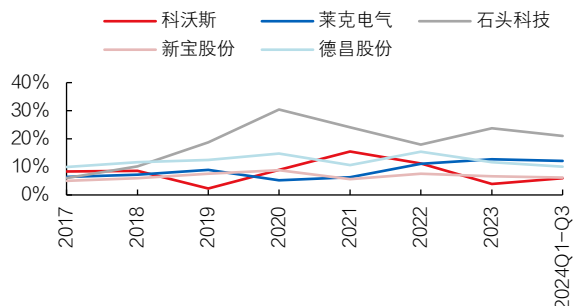
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2017 年至今公司费用率情况



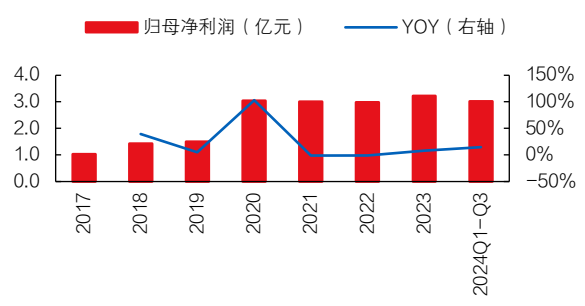
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图11、2017 年至今公司及可比公司归母净利率



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2017 年至今公司归母净利润及同比增速



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、家电业务：主业稳固+新品成长，多维优势下增量可期

2.1、吸尘器：绑定核心客户 TTI，纵深拓展筑牢经营基本盘

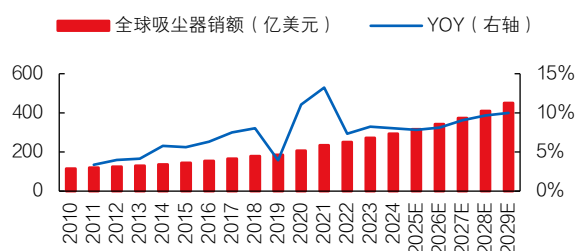
● 吸尘器行业：欧美为主销市场，规模稳步扩张、竞争格局稳定

1) 从市场规模看，根据欧睿数据，2024 年全球吸尘器销售额为 293.4 亿美元，预计 2024-2029E CAGR 为 8.9%；2024 年全球吸尘器销量为 1.51 亿台，预计 2024-2029E CAGR 为 3.1%。

2) 分区域看，根据欧睿数据，2024 年北美/欧洲/亚太/中东非/拉美/其他地区吸尘器销售额占比分别为 22.6%/38.6%/30.4%/3.6%/2.5%/2.3%，欧美市场份额合计为 61.2%；销量规模占比分别为 27.3%/35.3%/26.3%/4.1%/5.1%/2.0%，欧美市场份额合计为 62.6%。从增速看，预计 2024-2029E 北美/欧洲/亚太/中东非/拉美/其他地区吸尘器销售额 CAGR 分别为 5.3%/11.9%/5.9%/14.8%/18.9%/3.9%，销量 CAGR 分别为 2.0%/2.6%/4.1%/5.7%/3.9%/2.0%，欧美市场成熟、新兴市场成长。

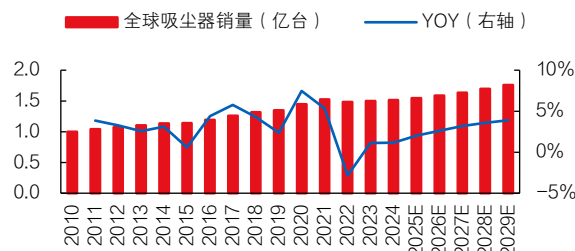
3) 从竞争格局看，根据欧睿数据，2024 年前五大品牌 Dyson、Bissell、美的、TTI、SharkNinja 销量份额分别为 7.0%/6.4%/5.8%/5.5%/5.0%，CR5 为 29.7%。整体看，全球吸尘器市场格局较为分散，趋势上 2015 年以来 Dyson、Bissell 份额相对稳定，美的、Shark Ninja 份额提升明显，TTI 份额有所下滑但仍居前列。

图13、2010-2029E 全球吸尘器销售额及同比增速



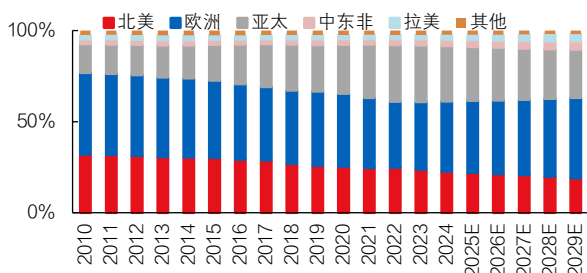
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2010-2029E 全球吸尘器销量及同比增速



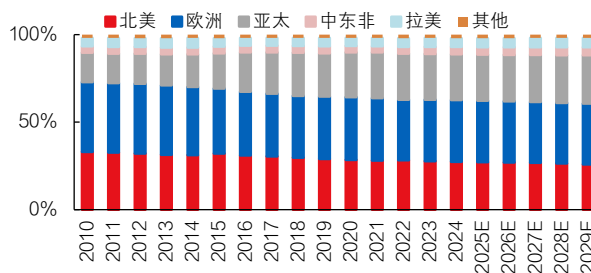
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、2010-2029E 全球分区域吸尘器销售额占比



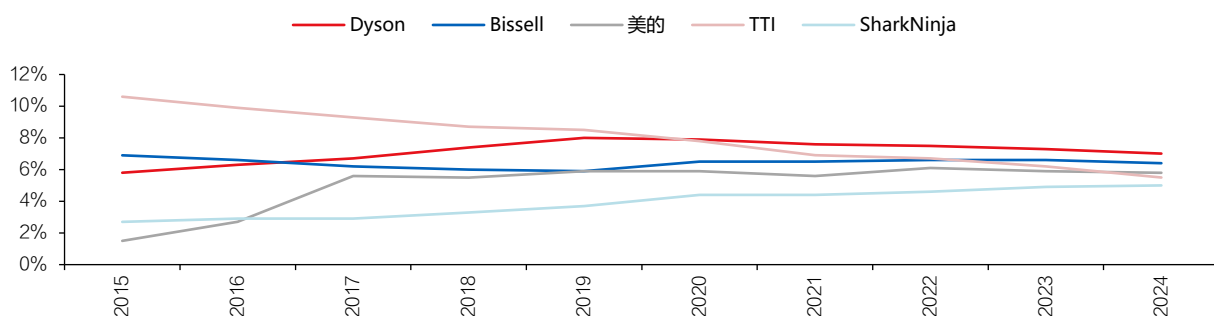
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、2010-2029E 全球分区域吸尘器销量占比



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、2015-2024 年全球主要吸尘器品牌销量份额

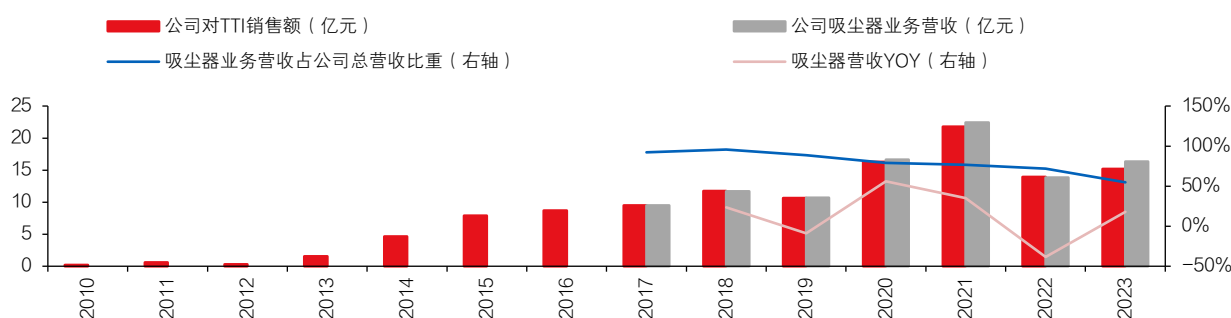


数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司：TTI 稳健增长+Shark Ninja 释放弹性，吸尘器代工主业稳步扩张可期

深度绑定核心大客户 TTI，依托优质客户资源，公司吸尘器代工业务稳健增长筑牢经营基本盘。公司自 2007 年开始与 TTI 合作，并于 2012 年抓住 TTI 吸尘器业务战略转型的契机承接其吸尘器整机生产订单，多年来双方业务合作规模持续扩大。2010-2023 年公司对 TTI 的销售额由 0.2 亿元增长至 15.2 亿元，占公司总营收的比重始终保持 50% 以上。依托核心客户及其品牌资源，公司吸尘器代工业务营收规模持续扩张，2017-2021 年 CAGR 达 24.1%。受行业去库影响，2022 年 TTI 地板护理业务营收增速筑底，公司吸尘器业务营收短期承压。伴随去库结束、需求回补，TTI 地板护理业务边际改善，叠加新客户 Shark Ninja 贡献增量，2023 年公司吸尘器业务回归稳步上行通道。

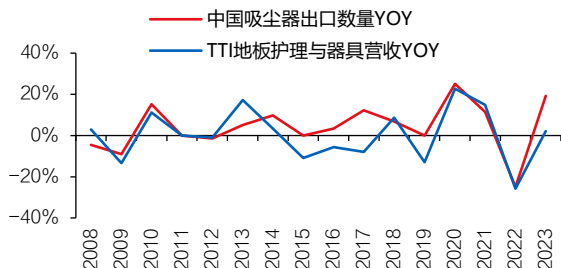
图18、长期以来 TTI 为公司第一大客户，依托 TTI 筑牢吸尘器业务基本盘



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

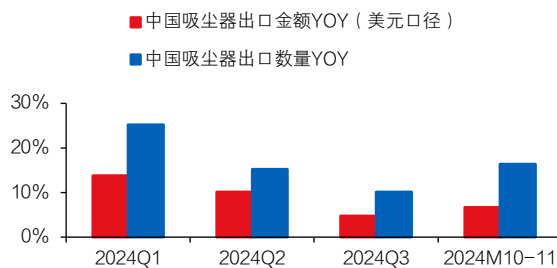
展望后续，TTI 稳健增长叠加 Shark Ninja 等新客户增量贡献弹性释放，吸尘器业务有望延续稳增，对海外吸尘器市场供应份额稳步提升。1) TTI：受益渠道补库、外需修复，预计 TTI 经营延续改善，为公司吸尘器业务贡献稳定订单。2) Shark Ninja：2023 年公司新增 Shark Ninja 吸尘器代工订单，受益供应链整合，后续有望收获可观订单增量。

图19、TTI 地板护理与器具业务经营与中国吸尘器出口景气相关度高



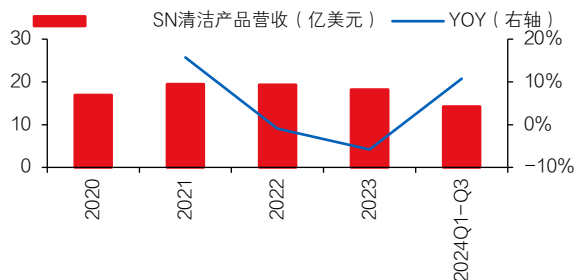
数据来源：海关总署、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、2024 年以来吸尘器出口延续改善趋势



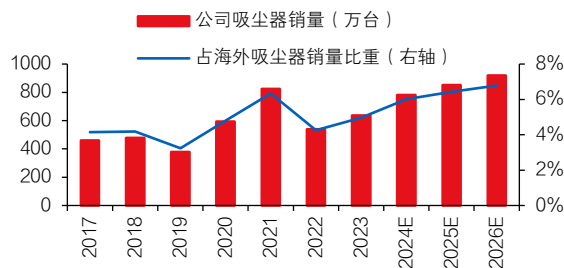
数据来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、2020 年以来 Shark Ninja 清洁电器营收及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、2017-2026E 公司吸尘器销量及占海外吸尘器总销量的比重

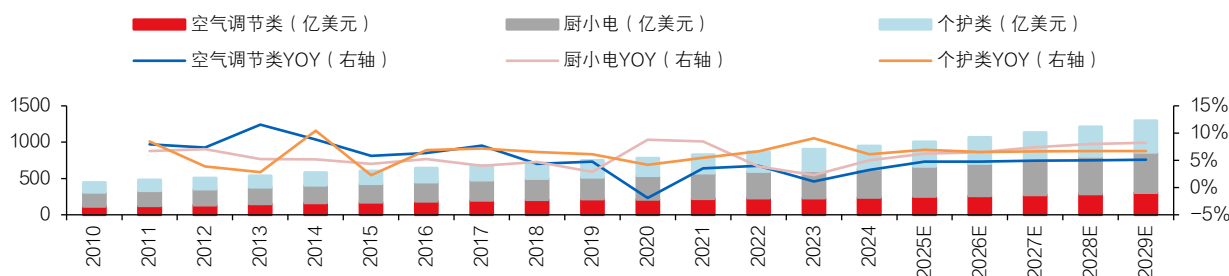


数据来源：公司公告、欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、多元小家电：拓品类、拓客户持续推进，订单放量兑现成长

其他小家电行业：需求趋于多元化，全球规模稳步扩张。根据欧睿数据，2024 年全球空气调节类/厨小电/个护类小家电销额分别为 238.3/393.6/315.0 亿美元，预计 2024-2029E CAGR 分别为 4.9%/7.3%/6.7%。在消费者对便利、健康及可持续性的需求不断增加的推动下，全球小家电市场庞大且规模持续扩张。

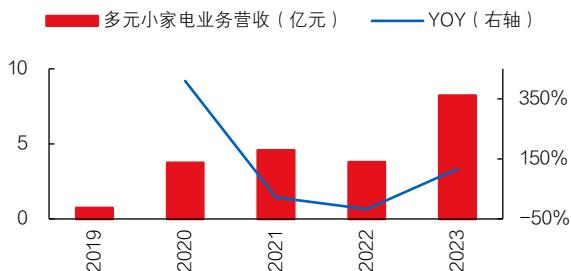
图23、2010-2029E 按功能类型划分的全球小家电销额及同比增速



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

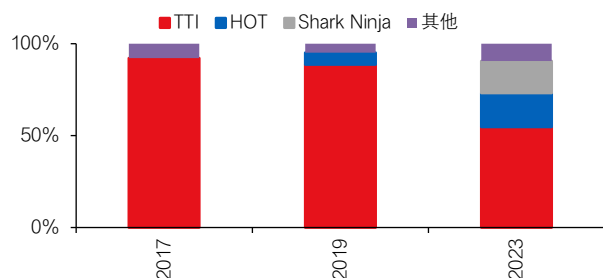
公司：新客户 HOT、Shark Ninja 导入顺畅，多元小家电业务快速起量，2019-2023 年 CAGR 达 82.8%。公司通过深度绑定 TTI 长期耕耘吸尘器研发制造夯实代工综合实力，为新客户开拓、产业链延伸提供了可靠背书。2019 年公司开拓新客户 HOT，合作产品主要覆盖吹风机、卷发梳等头发护理家电以及风扇、加湿器等环境家居电器。2023 年公司引入战略新客户 Shark Ninja，除吸尘器外，公司还为其代工吹风机、风扇、空气净化器等产品。伴随两大战略优质客户顺利开拓，公司多元小家电业务快速成长，2019-2023 年多元小家电业务营收由 0.7 亿元增至 8.2 亿元，CAGR 达 82.8%；2023 年对 HOT、Shark Ninja 销售额占公司总营收比重约 36%，客户矩阵趋于多元化，对 TTI 的依赖度逐步降低。

图24、2019-2023 年多元小家电业务营收及同比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、公司逐渐降低对单一大客户的依赖度



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

展望后续，拓品类打开成长空间+供应链整合攫取增量，公司多元小家电业务增长势能充足。

- 1) 拓品类打开成长空间：①通过持续的品牌收购与有效的产品线整合，HOT 旗下拥有 Revlon、Honeywell、Vicks、Braun、Hot Tools、Oxo、Osprey、Hydro Flask 等 10 余个国际知名品牌，品牌、品类矩阵丰富，其中头发护理家电、加湿器、空气净化器等细分品类全球市场份额前五、北美市场份额前二。② Shark Ninja 旗下拥有 Shark、Ninja 两大核心品牌，其中 Ninja 主营厨小电产品，2020-2023 年 Ninja 连续蝉联美国厨小电品牌销量第一。客户多元化业务布局及综合品牌实力为公司产业链延伸提供充足空间，后续看公司有望进一步扩大合作范围获取品类增量，助推多元小家电业务持续成长。
- 2) 供应链整合攫取增量：Shark Ninja 加速落地供应链转型计划，计划于 2025 年底将所有的美国生产需求转移至中国以外的地区，并已在越南胡志明市开设办事处以支持供应链的多元化。中长期维度，终端市场需求波动及不确定的贸易环境下品牌商持续整合供应链趋势较为明确，具备全球化产能布局、订单响应能力强、生产交付质量高的供应商将更受青睐。公司较早实现海外产能布

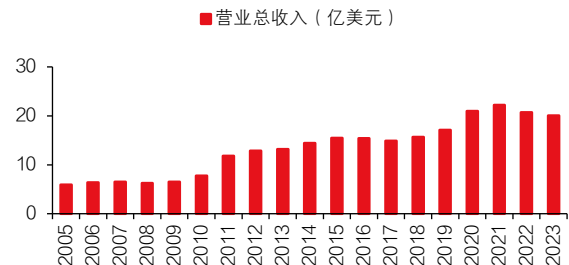
局具备先发优势，叠加多年来与核心大客户对接沉淀稳定可靠的交付能力，供应链整合趋势下有望收获增量代工订单进一步实现规模扩张。

图26、HOT 旗下拥有众多国际知名品牌



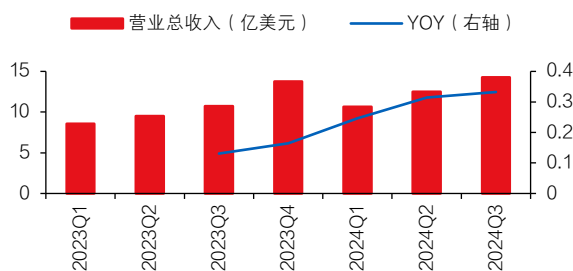
数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、2005-2023 年 HOT 营收 CAGR 为 7.0%



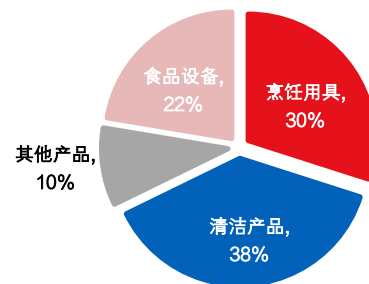
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、2023Q3 以来 Shark Ninja 营收逐季提速



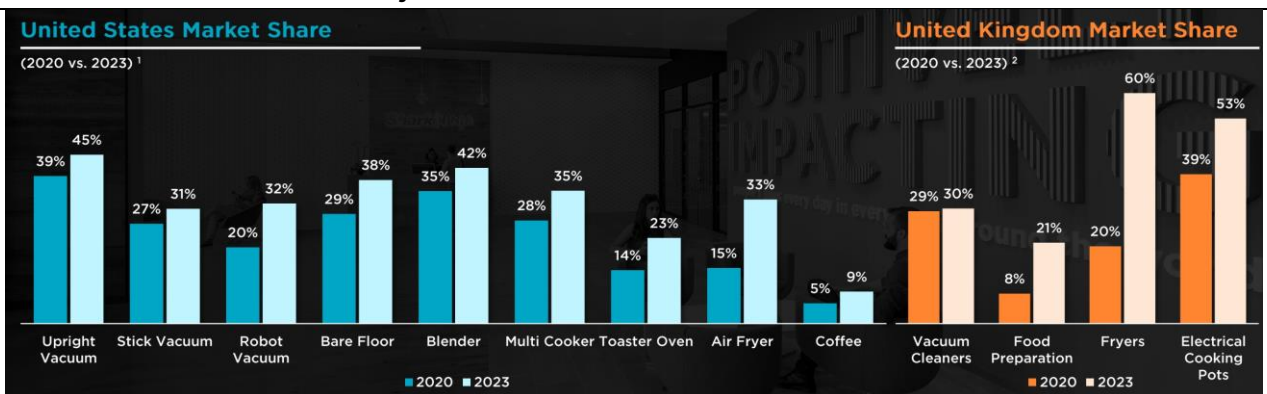
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、2024Q1-Q3 Shark Ninja 分业务营收构成



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、2020-2023 年 Shark Ninja 多品类在欧美市场份额提升明显



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、供应链优化+海外扩产能+自有品牌，巩固优势谋长远

深化整合供应链体系，巩固规模化先进制造优势。1) 研发端：公司持续完善研发管理体系为产品矩阵扩充奠定坚实基础，截至 24H1，公司已设立宁波、苏州、越南三地研发中心为中国和全球市场开发创新家电产品，家电在研新项目 39 项。2) 制造端：公司积极推进关键零部件自制的后向一体化生产战略，强化制造端降本

增效，截至 24H1 公司自制 PCBA 和电池包部件已应用于试产、量产项目超 25 项。

持续推进海外产能扩张，夯实国际化供应实力。公司产品主销北美、欧洲市场，外销占比维持 80%以上，受贸易政策的影响较为显著。在此背景下，公司于 2018 年开始对越南进行考察并于 2019 年 9 月开始投资建厂、转移相关订单至越南生产基地。截至 24H1，公司“越南厂区年产 380 万台吸尘器产品建设项目”已成熟运行，越南销售额占家电业务约 25%；“越南厂区年产 300 万台小家电产品建设项目”一期预计将于 2025 年开始投产。此外，公司拟投资 6.38 亿元建设“泰国厂区年产 500 万台家电产品建设项目”，主要用于公司现有家电产品以及其他未来新拓品类家电的研发生产，有望进一步强化全球化交付能力。

ODM/OEM 制造经验赋能产品力，自有品牌切入洗碗机等成长品类，后续增量贡献值得期待。公司以市场需求为导向锐意创新，不断丰富储备产品梯队，其中洗碗机新品研发生产顺利推进并于 24H2 开始量产。基于未来战略发展规划和业务发展的需要，公司拟投资 4.42 亿元建设“年产 120 万台智能厨电产品生产项目”。展望后续，产能落地后新订单逐步兑现有望进一步拉动营收业绩增长弹性。

表1、公司家电产能梳理

地区	项目	进度
浙江余姚	年产 734 万台小家电产品建设项目	截至 2023 年，新建工厂主体工程基本完工，一期已验收完成；计划 2024 年 12 月完工。
越南	年产 380 万台吸尘器产品建设项目	截至 2023 年，项目建设完成，可实现超过 380 万台的年产设计规模。
越南	年产 300 万台小家电产品建设项目	2024 年启动工程建设，一期将于 2025 年开始投产。
泰国	年产 500 万台家电产品建设项目	截至 2024 年 12 月，所涉土地尚在前期商谈阶段，计划建设周期 2 年。
浙江余姚	年产 120 万台智能厨电产品生产项目	截至 2024 年 12 月，所涉土地尚在招拍挂前期准备工作阶段，计划建设周期 3 年。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、汽车电机：受益国产替代机遇，订单放量兑现高成长

3.1、行业：市场规模稳步扩张，国产替代加速演绎

● EPS 电机

EPS 渗透率提升+产品结构迭代，EPS 电机市场规模稳步扩张。汽车转向系统指用于改变或保持汽车行驶或倒退方向的系列装置，主要经历了机械转向（MS）、机械液压助力转向（HPS）、电子液压助力转向（EHPS）和电动助力转向（EPS）等发展路径。目前 EPS 逐步替代 EHPS 成为乘用车主流的转向系统方案，根据乘用车上险量数据，2021 年中国 EPS 装车搭载率超 92.45%。根据助力电机的装配位置不同，EPS 可以分为四种类型：转向柱助力式（C-EPS）、小齿轮助力式（P-EPS）、齿条助力式（R-EPS）和双小齿轮助力式（DP-EPS）。伴随中高端智能电动车快速发展，转向系统正由 C-EPS 逐步向 R-EPS、DP-EPS 升级。根据智研咨询数据，2023 年 R-EPS、DP-EPS 渗透率为 5.5%、36.8%，同比分别 +1.4pct、+6.9pct。受益 EPS 渗透率提升及产品结构迭代贡献价值增量，EPS 电机市场规模有望持续扩张，预计 2025 年中国 EPS 电机市场规模有望超 57.1 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 5.7%。

图31、C-EPS、DP-EPS、R-EPS 对比

项目	C-EPS	DP-EPS	R-EPS
图示			
助力位置	驾驶室内，布置在转向管柱上	机舱内，位于转向管柱下方	机舱内，直接布置在齿条上
特点	成本低，工作环境可靠，路感差、噪音大	价格适中，路感好，静谧性较优	传动效率高，齿条力大，工艺难度大
适用车型	紧凑型、小型、中小型	中型、中大型	中型、中大型
单价	低	中	高
整车内布置灵活性	中	高	低
NVH	差	好	好
助力范围	5-11KN	8-12KN	6-16KN
电机惯性	大	小	小
功能拓展	差	好	好
重量	低	中	高
开发周期	约24个月	约30个月	约30个月
开发费用	低	中	高
模块化程度	较好	较好	较好
动态响应	一般	较好	很好
搭载率	高	中	低

数据来源：云想电驱动，兴业证券经济与金融研究院整理

EPS 电机在技术、资金、客户方面具备较高进入壁垒。

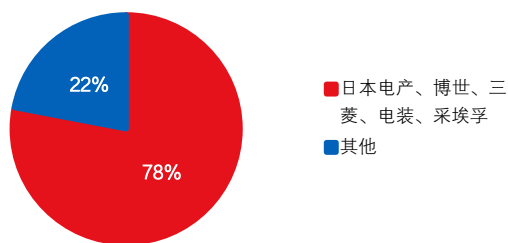
1) 技术壁垒：EPS 电机以无刷电机为主，结构复杂、精度要求严格，研发设计阶段需要大量仿真和实物测试实验支撑，若外部竞争者缺乏相关专业背景的技术管理人员及成熟的工艺流程，难以进入 EPS 电机行业。

2) 资金壁垒: EPS 电机为高投资行业,前期需要购置大批高精度的自动化生产设备,运营环节也需要大量、持续的资金投入保障产品的生产效率及良率,企业需通过规模效应摊薄成本。

3) 客户壁垒: EPS 电机是汽车转向的核心精密安全件,汽车件安全等级仅次于燃油车发动机和电动车的驱动电机,从转向系统到整车验证需要 1.5 年-2 年的时间,且需通过 IATF1694/VDA6.3 认证体系,认证周期较长。一旦确定合作关系,车企一般不会频繁更换供应商,中小型供应商较难进入市场。

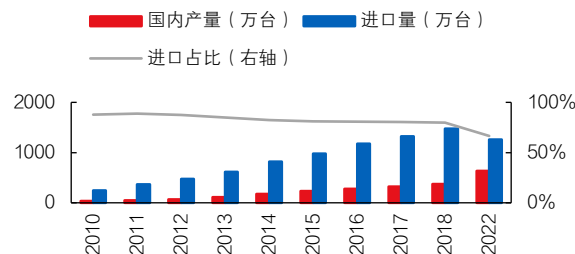
从竞争格局来看,外资占主导,性价比优势+新能源渗透率提升有望加速内资厂商国产替代进程。国外 EPS 电机设计分析、加工、检测和试验技术起步于 20 世纪 80 年代,外资企业经历了长时间的市场验证,长期占据行业主导地位。国内 EPS 电机行业虽起步较晚,但在性价比、定制化服务、快速响应等方面较外资巨头更具优势,目前已展现较强的国产替代趋势。根据智研咨询数据,2010-2022 年 EPS 电机进口量占国内需求比重由 87.8%降至 66.6%。叠加新能源汽车增长机遇,国内 EPS 电机行业竞争格局有望重塑。

图32、国内 EPS 电机行业由外资企业占主导 (2019 年)



数据来源: GIR, 兴业证券经济与金融研究院整理

图33、2010-2022 年我国 EPS 电机进口占比逐年下降



数据来源: 智研咨询, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 制动电机

线控制动渗透率提升空间大,有望拉动制动电机需求增长。轻量化、智能化、响应快的线控系统逐步成为汽车制动系统主流方案。根据实现形式不同,线控制动系统可分为电子液压制动 (EHB) 和电子机械制动 (EMB),其中 EHB 根据集成度高低进一步分为 Two-Box 和 One-Box 方案,目前集成化更高、成本更低的 EHB One-Box 方案为主流。根据盖世汽车研究院数据,2024H1 我国乘用车线控制动渗透率为 45.8%;电动化+智能化驱动下,预计 2025-2030 年渗透率由 65%提升至 95%,市场规模由 247 亿元增长至 347 亿元,2025-2030 年 CAGR 约 7%。

线控制动市场仍由外资厂商主导，具备成本优势及核心技术的本土电机供应商有望占优迎发展机遇。根据盖世汽车研究院数据，2024H1 博世、伯特利、弗迪科技（TOP 3 线控制动厂商）市场份额合计约 82%，以博世为代表的外资厂商占据主导地位。

3.2、公司：在手订单快速放量，厚积薄发兑现高成长

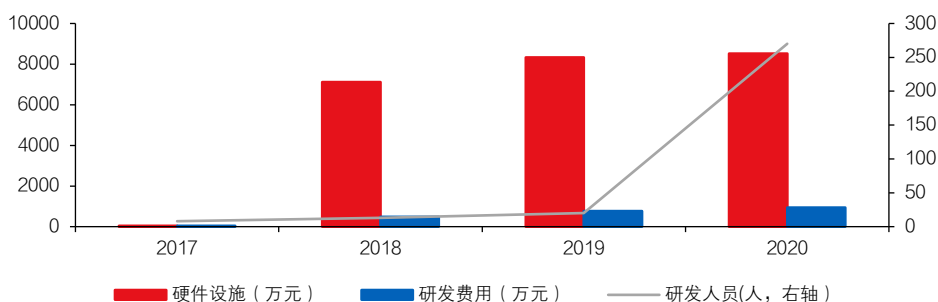
资金投入+技术储备+供应链完善，乘行业东风公司持续完善汽车零部件业务布局。

1) 资金投入：公司于 2017 年开始切入 EPS 电机研发及产线建设，2017-2020 年用于 EPS 电机项目的土地、厂房、设备等硬件设施账面金额由 33.1 万元增至 8512 万元。此外，公司 IPO 募集资金 3.1 亿元用于“年产 300 万台 EPS 汽车电机生产项目”。截至 2023 年，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，EPS 电机、制动电机年设计产能超过 300 万台。

2) 技术储备：公司深耕电机研发制造二十余年，技术积累深厚。切入汽零赛道后，公司引进多位拥有 10 余年 EPS 电机及制动电机研发生产经验的研发及管理人员并组建专业团队着力核心技术自主研发。截至 24H1，公司在研新项目 26 项，其中 DP-EPS、R-EPS 项目合计 10 项；线控制动项目 5 项。

3) 供应链完善：公司已建成 EPS 电机及制动电机数字化无人车间。伴随汽车电机业务规模扩大，公司逐步推进核心部件外采转自制，进一步增强成本效益。

图34、2017-2020 年公司 EPS 电机产品线投入情况



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

绑定头部客户+国内外市场持续开拓，公司汽车电机业务在手订单充沛成长可期。截至 2023 年，公司已累计实现 30 个汽车电机项目的定点（含 11 个 DP-EPS、R-EPS 项目），其中已实现量产项目 18 个，2024 年-2026 年定点金额共计超 23 亿；24H1 新增定点项目 7 项，全生命周期总销售金额超过 15 亿人民币。客户层面，目前已覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氮等国内外知名转向/制动系统供应商，其中耐世特已实现国内、欧洲、北美项目的覆盖，其中欧

洲项目已于 2023 年 5 月实现量产、北美项目计划于 2025 年 5 月逐步开始量产，其他客户的全球化项目也在同步推进中。

表2、公司汽车电机订单梳理

公告日期	开始量产日期	生命周期	客户	产品	合同金额
2022 年 7 月 15 日	2023 年 8 月	4 年	采埃孚	EPS 电机	超 2 亿元
2022 年 9 月 14 日	2023 年 7 月	8 年	捷太格特	EPS 电机	3.8 亿元
2022 年 9 月 14 日	2023 年 12 月	7 年	上海同驭汽车	制动电机	7.8 亿元
2022 年 9 月 24 日	2022 年 10 月	3 年	上海利氟科技	制动电机	1.5 亿元
2022 年 10 月 13 日	2022 年	5 年	耐世特汽车系统（苏州）	EPS 电机	3.2 亿元
2022 年 11 月 10 日	2024 年	7 年	耐世特欧洲	EPS 电机	4 亿元
2023 年 7 月 14 日	2024 年 4 月	5 年	采埃孚	EPS 电机	3.2 亿元
2023 年 10 月 10 日	2025 年 1 月	5 年	采埃孚	EPS 电机	1.27 亿元
2023 年 12 月 21 日	2025 年 5 月	10 年	耐世特北美	EPS 电机	1.43 亿美元
2024 年 2 月 6 日	2024 年 5 月	4-7 年	汽车转向系统全球头部 Tier1 公司	EPS 电机	2.92 亿元
2024 年 3 月 28 日	2024 年 9 月、2025 年 2 月	6 年	汽车转向系统全球头部 Tier1 公司	EPS 电机	2.74 亿元
2024 年 7 月 11 日	2026 年 6 月	10 年	某国内客户	EPS 电机	8.08 亿元

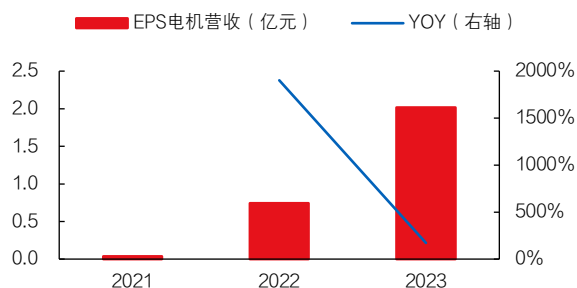
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

展望后续，伴随新项目定点和量产持续落地，汽零业务规模扩张势能强劲，盈利改善空间充裕。

1) 收入端：2023 年公司 EPS 电机实现营收 2.0 亿元，同比+171.7%，占公司总营收比重提升至 7.3%。相较 EPS 电机，公司制动电机规模尚小。后续看，在手订单快速放量叠加持续斩获新定点，汽零业务有望延续高增。

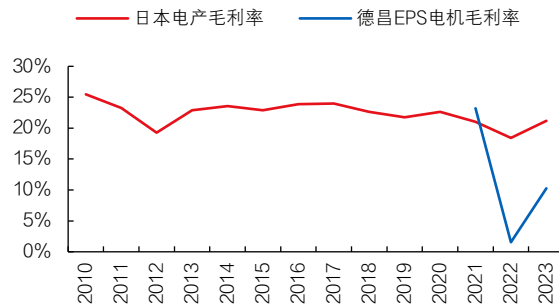
2) 盈利端：2023 年公司 EPS 电机毛利率为 10.3%，同比+8.7pct。后续看，受益规模效应释放、产品结构优化，汽零业务盈利改善可期。对比外资企业，日本电产毛利率基本维持在 20%-25%，预计公司汽零业务盈利水平仍有较为可观的提升空间。

图35、公司 EPS 电机营收及同比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、日本电产毛利率区间基本维持 20%-25%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与估值

中长期维度，吸尘器主业稳增、多元小家电高增，EPS 电机强弹性释放，家电、汽车零部件双轮驱动下公司高成长可期。预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 43%/28%/23%，其中吸尘器收入增速分别为 24%/10%/9%；多元小家电收入增速分别为 65%/40%/34%；汽车电机收入增速分别为 102%/73%/43%；其他收入增速分别为 40%/30%/20%。

我们调整盈利预测,预计 2024-2026 年公司营收为 39.65/50.63/62.46 亿元;2024-2026 年归母净利润为 4.08/5.06/6.37 亿元，2025 年 2 月 13 日收盘价对应动态 PE 为 23.2/18.7/14.9，维持“增持”评级。

表3、公司分业务预测（单位：亿元、%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	28.42	19.38	27.75	39.65	50.63	62.46
YOY	38%	-32%	43%	43%	28%	23%
吸尘器	22.45	13.83	16.31	20.30	22.31	24.21
YOY	35%	-38%	18%	24%	10%	9%
占比	79%	71%	59%	51%	44%	39%
多元小家电	4.98	3.79	8.22	13.60	19.09	25.56
YOY	43%	-24%	117%	65%	40%	34%
占比	18%	20%	30%	34%	38%	41%
汽车电机	0.04	0.74	2.02	4.07	7.04	10.06
YOY		1902%	172%	102%	73%	43%
占比	0.1%	4%	7%	10%	14%	16%
其他	0.95	1.03	1.20	1.68	2.18	2.62
YOY		-16%	17%	40%	30%	20%
占比	3%	5%	4%	4%	4%	4%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、可比公司估值水平对比

代码	公司	EPS（元）				PE（倍）			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002050.SZ	三花智控	0.78	0.87	1.03	1.20	37.6	37.3	31.6	27.1
603219.SH	富佳股份	0.47	0.45	0.51	0.58	29.2	38.8	33.8	29.8
603355.SH	莱克电气	1.95	2.11	2.39	2.65	11.5	11.3	10.0	9.0
	平均值					26.1	29.1	25.1	22.0
605555.SH	德昌股份	0.87	1.10	1.36	1.71	29.4	23.2	18.7	14.9

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：可比公司估值采用 Wind 一致预期（截至 2025 年 2 月 13 日）

5、风险提示

- 1) **多元业务开拓不及预期。**公司持续推进“拓客户、拓品类”策略，不断丰富储备产品梯队，打开新领域市场空间。若下游客户需求不及预期或公司交付、产能爬坡等不及预期，将影响公司营收及业绩增速。
- 2) **汇率风险。**公司外销占比高，以美元结算。若人民币兑美元汇率大幅波动，对公司汇兑损益影响较大。
- 3) **原材料价格上涨。**公司采购的主要原材料包括各类型的塑料粒子（ABS 类、PP 类）、电源线、软管、轴承等，其价格受石油、橡胶、基础金属等大宗商品的价格影响。若公司采购的主要原材料价格大幅上涨，将挤压公司利润空间。
- 4) **单一客户依赖风险。**2023 年公司新引进国际知名小家电公司 Shark Ninja(尚科宁家)开启战略合作，范围包括吹风机、吸尘器、风扇、空气净化器等产品，后续将进一步加深合作关系。若客户集中度提升到较高水平，可能会给公司的生产经营带来不利影响，增大业绩波动性。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2984	3788	4450	5306
货币资金	1134	1470	1506	1717
交易性金融资产	321	224	243	250
应收票据及应收账款	910	1319	1695	2082
预付款项	21	37	48	56
存货	376	558	739	943
其他	223	179	220	258
非流动资产	1289	1487	1577	1600
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	806	989	1102	1143
在建工程	95	73	59	49
无形资产	139	151	159	165
商誉	0	0	0	0
其他	250	274	258	242
资产总计	4273	5274	6027	6906
流动负债	1430	1890	2313	2789
短期借款	0	135	137	155
应付票据及应付账款	1111	1515	1922	2373
其他	320	240	255	261
非流动负债	111	398	406	410
长期借款	0	300	305	310
其他	111	98	101	100
负债合计	1541	2288	2719	3199
股本	372	372	372	372
未分配利润	933	1136	1381	1685
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2732	2986	3308	3707
负债及权益合计	4273	5274	6027	6906

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	322	408	506	637
折旧和摊销	103	186	213	236
营运资金的变动	65	-244	-193	-187
经营活动产生现金流量	469	353	550	707
资本支出	-337	-324	-301	-258
长期投资	-297	96	-18	-7
投资活动产生现金流量	-638	-276	-314	-256
债权融资	-349	427	9	23
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-507	238	-219	-260
现金净变动	-653	336	36	211

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2775	3965	5063	6246
营业成本	2245	3264	4134	5054
税金及附加	14	11	17	24
销售费用	11	15	20	26
管理费用	122	159	213	269
研发费用	101	124	167	225
财务费用	-83	-32	-35	-36
投资收益	1	13	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-8	-1	-3	-2
资产减值损失	-3	-4	-4	-4
营业利润	364	447	555	700
营业外收支	-1	1	1	0
利润总额	363	448	556	700
所得税	41	40	50	63
净利润	322	408	506	637
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	322	408	506	637
EPS(元)	0.87	1.10	1.36	1.71

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	43.2%	42.9%	27.7%	23.4%
营业利润增长率	11.0%	22.6%	24.3%	26.1%
归母净利润增长率	7.9%	26.6%	24.1%	25.9%
盈利能力				
毛利率	19.1%	17.7%	18.4%	19.1%
归母净利率	11.6%	10.3%	10.0%	10.2%
ROE	11.8%	13.7%	15.3%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	36.1%	43.4%	45.1%	46.3%
流动比率	2.09	2.00	1.92	1.90
速动比率	1.72	1.65	1.55	1.51
营运能力				
资产周转率	68.9%	83.1%	89.6%	96.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.87	1.10	1.36	1.71
每股经营现金	1.26	0.95	1.48	1.90
估值比率(倍)				
PE	29.4	23.2	18.7	14.9
PB	3.5	3.2	2.9	2.6

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为石头科技(688169)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn