



## 主业营收稳增长，机器人关节电机看突破

2026年03月01日

### 核心观点

- 吸尘器出口龙头，依托电机优势多元化布局：**公司以吸尘器电机业务起家，逐步成长为整机供应商，并依托电机优势向小家电、汽车电机、机器人电机领域发展。2024年，公司吸尘器/小家电/EPS电机分别实现收入21.2/13.9/4.1亿元，分别占营收比例51.9%/33.9%/10.1%。2024年公司快速增长，营收同比+47.6%，归母净利润同比+27.5%。2025年，受美国关税政策导致对美出口小家电竞争加剧、汽车零部件竞争加剧等因素影响，利润率下降。据公司业绩预告，2025年预计实现归母净利润1.6~2.0亿元，同比-61%~-51%。
- 家电业务开拓头部客户，品类多元化发展：**1) 公司坚持“服务大客户”策略，同全球头部品牌建立合作，包括TTI(创科实业)、SN(Shark Ninja)、HOT等。2) 伴随新客户的开拓和合作加深，公司家电品类多元化发展，从最初的吸尘器电机代工转变为整机供应商，并开拓吹风机等小家电产品以及洗碗机。3) 公司募资在中国(年产120万台智能厨电)、泰国(年产500万台家电)、越南(年产300万台小家电)新建产能，除现有客户订单增量外，清洁电器客户(科沃斯、追觅等)的开拓亦将帮助消化产能。
- 汽车零部件业务放量高增：**1) 据QY Research及LP Information数据，2024年全球EPS电机市场规模为24.9亿美元，2022~2024年CAGR 5.4%。其中，外资品牌占据主要份额，国产品牌在中国市场持续替代；中国市场中，国产品牌份额约30%，预计德昌股份份额约10%~15%。2) 公司自2017年布局汽车零部件业务，切入EPS电机及制动电机市场，同耐世特、采埃孚、捷太格特、大陆等Tier1客户合作，2025H1实现收入2.81亿元，同比+89.86%。3) 2025H1，公司新增定点项目8项，全生命周期预计总销售额超19亿元，且已有多项海外项目定点并逐步量产。此外，公司制动电机取得重大进展，获得全球电子制动系统TOP前3龙头客户的项目定点。
- 开发机器人核心关节，打造第三增长极：**公司凭借在家电、汽车领域积累的技术优势，将高端电机的技术壁垒延伸至机器人领域。2025年上半年，公司携手领先的人形机器人企业共同开展核心关节电机的研发与试制，并已顺利完成样件交付，产品关键性能指标达到客户要求。展望未来，伴随机器人行业快速发展，以及公司机器人电机业务逐步量产，有望成为第三成长曲线，持续贡献业绩增量。
- 投资建议：**我们预计2025-2027年公司营业收入为45.2/52.2/59.5亿元，分别同比+10.4%/+15.5%/+14.0%；归母净利润为1.9/2.9/3.9亿元，分别同比-54.2%/+55.7%/+33.2%；EPS为0.39/0.61/0.81元，对应PE为45.4/29.2/21.9倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险；新业务发展不及预期的风险；美国关税政策的风险。

**德昌股份** (股票代码: 605555)**推荐** 首次评级

### 分析师

**何伟**✉: hewei\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130525010001**刘立思**✉: liulisi\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130524070002**杨策**✉: yangce\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130520050005**陆思源**✉: lusiuyan\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130525060001

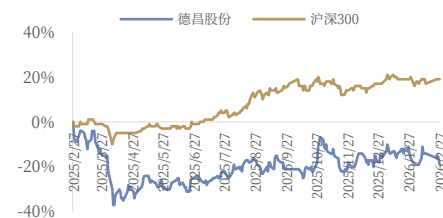
### 市场数据

2026年02月27日

股票代码	605555
A股收盘价(元)	17.65
上证指数	4,162.88
总股本(万股)	48,407
实际流通A股(万股)	48,407
流通A股市值(亿元)	85

### 相对沪深300表现图

2026年02月27日



资料来源: 中国银河证券研究院

## 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,095	4,520	5,220	5,950
收入增长率%	47.56	10.37	15.49	13.98
归母净利润(百万元)	411	188	293	391
利润增长率%	27.51	-54.16	55.68	33.22
摊薄 EPS(元)	0.85	0.39	0.61	0.81
PE	20.80	45.37	29.15	21.88

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

一、 吸尘器出口龙头，布局汽零&机器人领域.....	4
(一) 充分发挥电机优势，业务多元化发展 .....	4
(二) 家电业务品类多元，汽车电机维持高增 .....	5
二、 家电 ODM 为基本盘，打造第二、第三成长曲线 .....	8
(一) 家电业务绑定头部客户，产能落地支撑扩张 .....	8
(二) 汽车零部件业务放量高增，未来成长空间广阔 .....	9
(三) 聚焦机器人核心关节，打造第三增长极 .....	10
三、 盈利预测与估值.....	11
(一) 盈利预测 .....	11
(二) 相对估值 .....	11
四、 风险提示.....	12

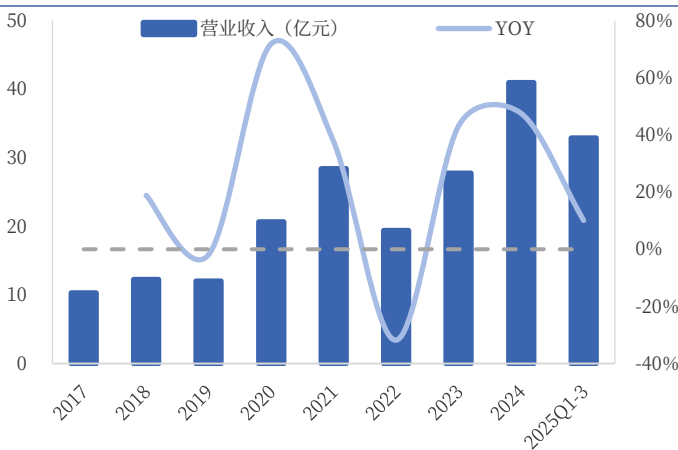
# 一、吸尘器出口龙头，布局汽零&机器人领域

## (一) 充分发挥电机优势，业务多元化发展

公司成立于 2002 年，以吸尘器电机业务起家，并逐步成长为整机供应商，专注于以电机为核心部件的家用电器领域。当前，公司以吸尘器为基础业务、以多元小家电为成长性业务、以 EPS 电机为战略性业务，并协同开拓机器人关节电机新赛道。伴随公司客户与品类的开拓，规模实现长期增长。2024 年，公司实现营业收入 40.9 亿元，同比+47.6%，2017~2024 CAGR 为 21.8%；归母净利润为 4.1 亿元，同比+27.5%，2017~2024 CAGR 为 21.9%。其中，2022 年收入明显下降，主要是受疫情、国际贸易摩擦等多因素影响。

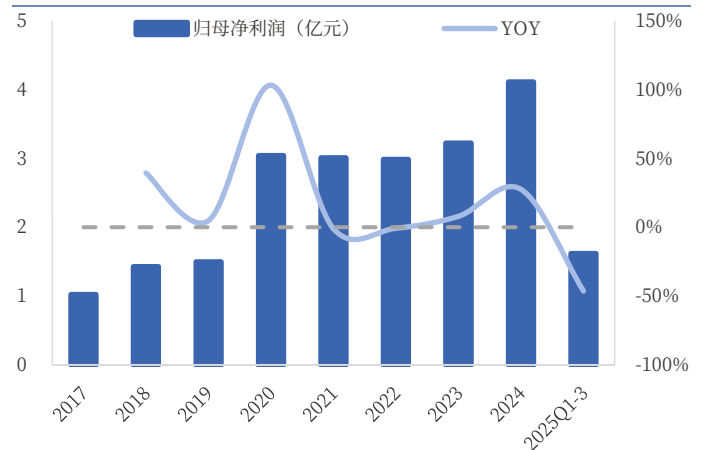
2025 年前三季度，公司实现营业收入 32.9 亿元，同比+10.1%；归母净利润 1.6 亿元，同比-46.3%。2025 年，业绩预告实现归母净利润 1.6~2.0 亿元，同比-61%~-51%。2025 年利润受损主要是因为：1) 美国市场关税政策及家电行业价格下行压力导致产品结构出现阶段性变化；2) 规模发展费用增加；3) 汇兑收益及利息收益减少。

图1：公司营业收入（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

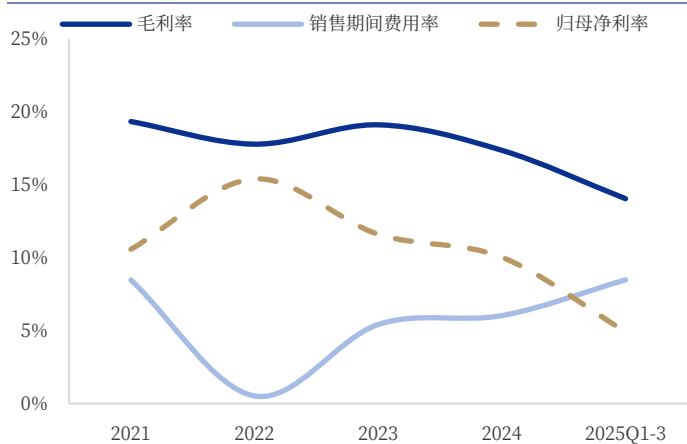
图2：公司归母净利润（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

**公司近两年盈利能力承压。**1) 毛利率连续 2 年下滑，2025Q1~3 降至 14.0%，主要是因为原材料价格上涨，以及美国关税政策背景下公司产能外迁导致的效率损失。2) 费用率方面，2022 年受益于人民币汇率贬值，财务费用率大幅下降带动费用率明显改善；此后财务费用率提升，销售、管理、研发费用率基本维持稳定，2025Q1~3 销售期间费用率（销售、管理、研发、财务费用率之和）达到 8.5%，同比+1.9 pct。3) 归母净利率方面，毛利率下降、费用率提升，归母净利率承压，2025Q1~3 达到 4.9%，同比-5.2 pct。

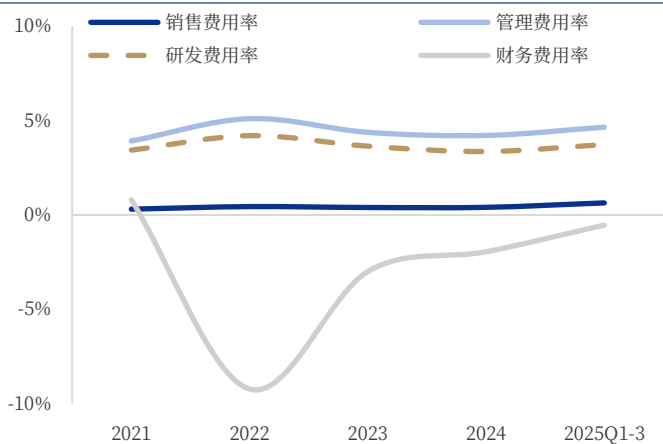
图3: 公司毛利率、销售期间费用率、归母净利润率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

注: 销售期间费用率为销售、管理、研发、财务费用率之和

图4: 公司销售、管理、研发、财务费用率



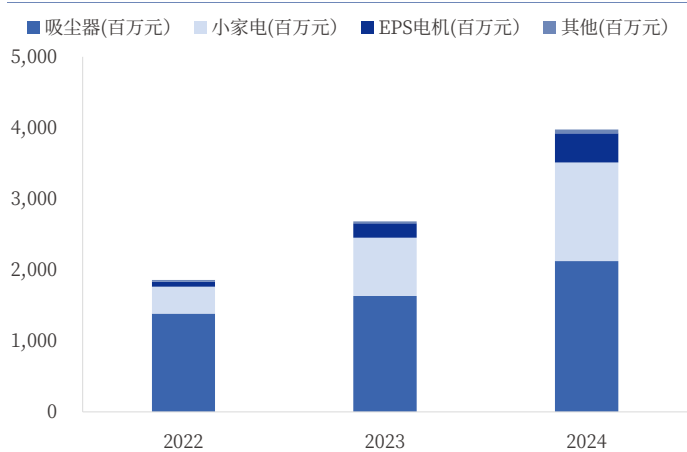
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

## (二) 家电业务品类多元, 汽车电机维持高增

**产品结构: 家电业务为基础盘, 汽车电机成长显著。**2024年, 公司吸尘器/小家电/EPS电机分别实现收入 21.2 / 13.9 / 4.1 亿元, 分别同比+30.2% / +68.6% / +104.5%, 分别占营收比例 51.9% / 33.9% / 10.1%。家电业务是公司基本盘, 客户开拓是近两年高速增长的核心驱动力; 新客户 SN 对吸尘器、小家电贡献增量, HOT 的小家电订单量也在持续增多; 汽车电机业务国产替代快速突破, 定点项目持续落地推动高速增长。

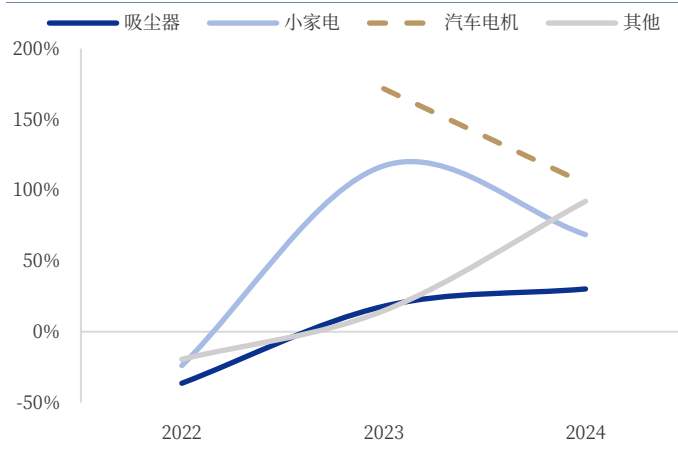
2025H1, 美国关税政策扰动导致家电业务增速放缓, 吸尘器/小家电收入分别同比-3.6%/+19.8%; 汽车电机维持高增, 收入同比+89.9%。

图5: 公司主营业务收入 (按产品拆分)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图6: 公司各类产品收入 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表1: 公司营业收入-按产品拆分

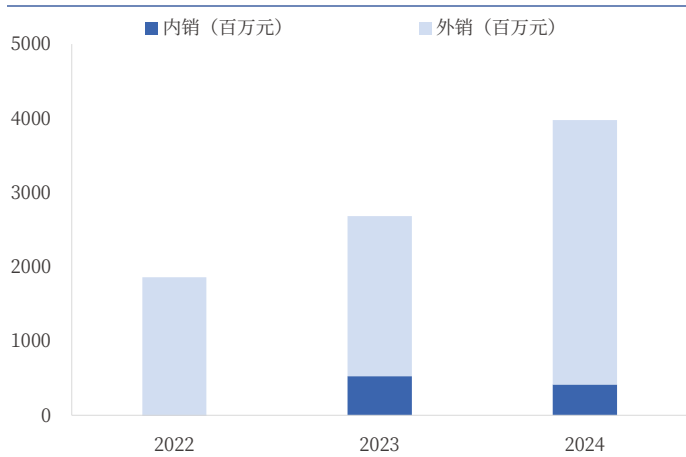
	2022	2023	2024	2024H1	2024H2	2025H1
营业收入 (百万元)	1,938	2,775	4,095	1,862	2,233	2,068
吸尘器	1383	1631	2,124	967	1,157	764
小家电	379	822	1,386	677	709	811
EPS 电机	74	202	412	148	264	281
其他	24	27	53			
其他业务	79	93	119			
营业收入 YOY	-31.8%	43.2%	47.6%	38.8%	55.8%	11.0%
吸尘器	-36.4%	18.0%	30.2%	26.0%	34.0%	-3.6%
小家电	-24.0%	117.2%	68.6%	56.5%	82.0%	19.8%
EPS 电机	1902.0%	171.7%	104.5%	68.9%	131.7%	89.9%
其他	-19.5%	14.8%	92.1%			
其他业务		17.7%	28.9%			
毛利率	17.8%	19.1%	17.4%	17.7%	17.1%	14.0%
吸尘器	16.2%	17.1%	15.7%			
小家电	17.9%	23.0%	17.8%			
EPS 电机	1.6%	10.3%	21.7%			
其他	30.8%	35.3%	18.1%			
其他业务	56.4%	34.4%	27.3%			

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 其他类型主要为吸尘器配件、小家电配件、园林工具等

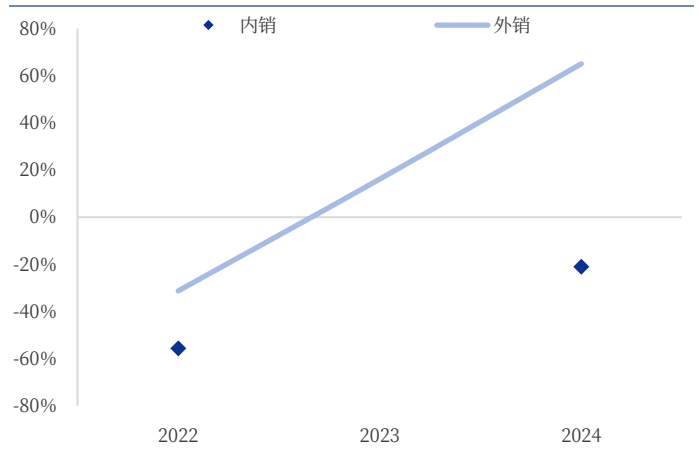
**区域结构: 公司以外销业务为主。**2024 年, 公司外销/内销收入分别为 35.6/4.2 亿元, 分别同比+65.1%/-21.0%, 分别占营收比例 86.9%/10.1%。公司核心客户创科实业 (TTI)、海伦特洛伊 (HOT)、尚科宁家 (Shark Ninja) 等均为国际龙头家电品牌商, 为客户供应海外市场产品。

图7: 公司主营业务收入 (按区域拆分)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图8: 公司内外销收入 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 2023 年内销由于低基数导致同比增速 20286.7% 数据过大, 图中略去

表2: 公司营业收入-按区域拆分

	2022	2023	2024
营业收入 (百万元)	1,938	2,775	4,095
境内	3	526	415
境外	1,857	2,157	3,560
其他业务	79	93	119
营业收入 YOY	-31.8%	43.2%	47.6%
境内	-55.5%	20286.7%	-21.0%
境外	-31.2%	16.2%	65.1%
其他业务		17.7%	28.9%
毛利率	17.8%	19.1%	17.4%
境内	-12.2%	16.9%	19.1%
境外	16.2%	19.0%	16.8%
其他业务	56.4%	34.4%	27.3%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 二、家电 ODM 为基本盘，打造第二、第三成长曲线

### (一) 家电业务绑定头部客户，产能落地支撑扩张

**绑定下游头部大客户实现成长。**公司自成立以来坚持“服务大客户”策略，同全球头部品牌建立合作，包括 TTI（创科实业）、SN（Shark Ninja）、HOT 等。在长期合作过程中，公司凭借自身优秀的制造能力不断深化客户合作关系，并在此过程中实现了规模扩张。公司同 TTI 合作 20 余年，从吸尘器电机供应商成功转变为整机供应商；2018 年获 HOT 主动邀约开展合作，起步于吹风机代工，并于后续拓展至多品类；上市后积极开拓 SN，于 2023 年达成合作，2024 年快速放量。

表3: 家电领域客户合作梳理

核心客户	TTI (0669.HK)	SN (SN.N)	HOT (HELE.O)
主要采购类目	吸尘器	吸尘器、小家电	小家电
2024 年德昌向其销售额	14.5 亿元	13.1 亿元	7.4 亿元
德昌占同类采购比例	约 60%	约 24.17%	约 20%
客户情况	全球知名的电动工具及家用清洁设备厂商，在家用清洁设备、电动工具领域皆为全球行业龙头。	全球性的产品设计和技术公司，包括“Shark”和“Ninja”品牌的清洁电器、烹饪和饮料电器、食品准备电器和其他产品。	全球性品牌消费产品设计、开发、销售公司，主要产品为小家电领域中的环境家居电器、个人护理电器领域。
市场地位	根据 EuroMonitor 数据，在吸尘器领域，TTI 已处于美国市场第一、英国市场第二超过十年，且市场占有率持续提升。	当前美国吸尘器行业市场占有率排名前三的品牌。	根据 EuroMonitor 数据，HOT 个人护理业务（当前与公司合作的主要板块）在美国的市场占有率为 9.7%，排名第二。
经营业绩 (截至 2025.7.31)	TTI 总市值超过 1,500 亿元人民币，最近三年营业收入分别为 924.02 亿元、973.75 亿元和 1,051.06 亿元。	SN 总市值超过 1,100 亿元人民币，最近三年营业收入分别为 258.90 亿元、301.28 亿元和 397.42 亿元。	HOT 总市值超过 30 亿元人民币，最近三年营业收入分别为 148.11 亿元、143.28 亿元和 136.32 亿元。
合作历史	2002 年，德昌开始为 TTI 供应吸尘器电机；2012 年，进一步承接 TTI 的整机订单并替代其墨西哥、东莞工厂产能。	经多轮沟通后于 2023 年正式达成合作。德昌对 SN 的销售中，吸尘器占比 2023 年约 35%，2024 年约 50%，2025H1 约 40%。	2018 年，HOT 基于德昌 ODM 行业口碑主动联络德昌开展合作，起步于吹风机代工，迅速扩展至多品类。当前公司主要为其代工卷发梳。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**产能布局支撑公司家电业务扩张。**2025 年，公司发布公告拟募资 15.4 亿元，除补充流动资金和汽车电机项目外，在家电业务方面投入三个扩产项目：泰国年产 500 万台家电、越南年产 300 万台小家电、中国年产 120 万台智能厨电，产品主要包括厨房烧烤类（明火类产品烤炉烤架等、非明火类产品洗碗机炸锅等）、地面清洁类（洗地机、扫地机器人等）、其他小家电（吹风机、电风扇等）。

产能消化方面，1) 公司预计 2026 年 3 月前可新增实现量产的产品预计需求量约为 460 万台/年，主要客户包括 SN、HOT、TTI 等客户；2) 公司部分新客户开发已见效，未来有望持续贡献增量，已同 ECOVACS、追觅等（两家客户整体采购规模约 70 亿左右）建立业务关系，2025 年上半年销售规模已超过 1 亿元；3) 此外，公司正努力开发 TTI 电动工具业务（预计整体采购规模 200 亿元以上），以及其他家电新客户。

表4: 公司家电业务募投项目情况

项目	拟投资总额	募集资金拟投入额	建设进度 (25H1)
泰国厂区年产 500 万台家电产品建设项目	63,799.94	34,271.73	一期正在进行土建工程工作
越南厂区年产 300 万台小家电产品建设项目	58,000.00	17,452.91	已基本完成一期主题工程建设, 正在逐步投入量产
年产 120 万台智能厨电产品生产项目	43,554.19	26,677.06	正在进行土建工作

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表5: 公司家电业务募投项目主要产品

类别	具体产品	是否为新产品
厨房烧烤类产品	明火类产品烤炉烤架等	是
	非明火类产品洗碗机、炸锅等	是
地面清洁类产品	洗地机、扫地机器人等	扫地机器人作为新产品, 公司作为 OEM 厂商只负责注塑件和功能件生产制造, 软件方面由品牌商提供。
其他小家电产品	吹风机、电风扇等	否

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

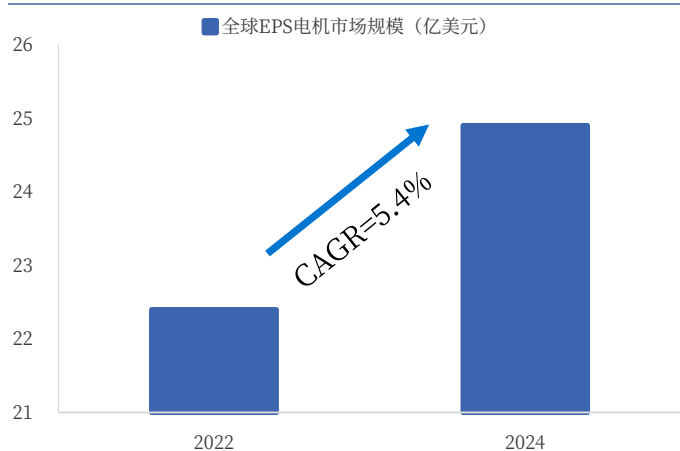
## (二) 汽车零部件业务放量高增, 未来成长空间广阔

### EPS 电机市场规模稳增, 国产替代空间广阔。

随着全球汽车工业的不断发展, 以及新能源汽车市场的快速增长, EPS 系统装车率持续攀升。根据 QY Research 及 LP Information 数据, 2022-2024 年间全球 EPS 电机的市场规模由 22.4 亿美元稳步增长至 24.9 亿美元, 期间复合增长率为 5.4%。

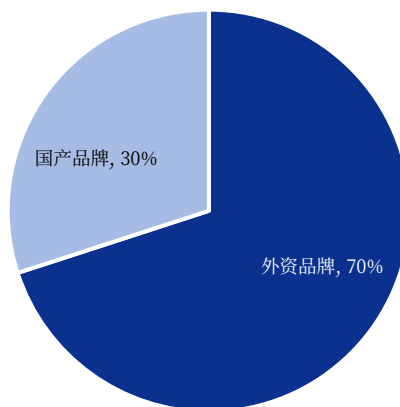
竞争格局方面, 外资品牌在 20 世纪 80 年代便进入该市场, 长期发展积累先发优势, 在 EPS 行业中占据绝大部分市场份额。目前, 国内 EPS 电机市场国产替代加速, 以 Nidec 为代表的外资品牌合计占据约 70% 的市场份额, 主导德系、日系、美系等高端车型; 以德昌股份、美的威灵、林泉等为代表的国产厂商合计占比约 30% 的份额, 主要适配吉利、长城、比亚迪等本土品牌及部分中低端车型。据公司公告, 根据客户访谈及公司内部统计, 预计目前德昌股份在国内市场份额约 10%~15%, 较其他国产厂商具备明显优势。

图9: 全球 EPS 电机市场规模



资料来源: QY Research, LP Information, 公司公告, 中国银河证券研究院

图10: 中国 EPS 电机市场竞争格局

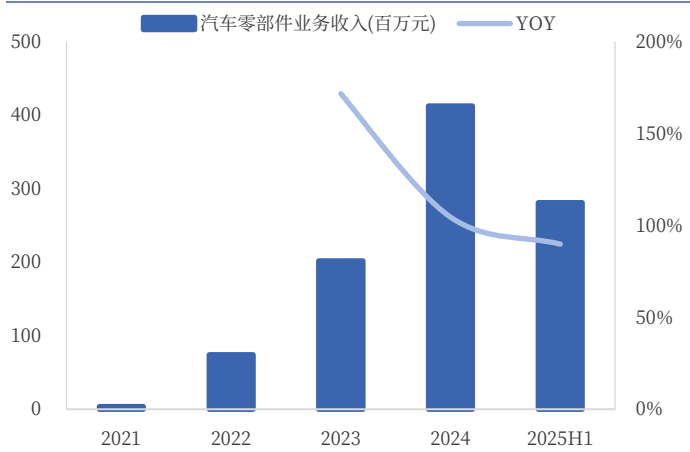


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**汽车零部件业务维持高速扩张。**公司自 2017 年开始布局汽车零部件业务，切入 EPS 电机及制动电机市场；于 2021 年实现从零的突破，当年汽车零部件业务实现收入 370.65 万元；2022 年实现量产，当年收入跃升至 7420.43 万元，期末设计产能达 300 万台/年；2023、2024、2025 年加快扩张，主要与耐世特、采埃孚、捷太格特、大陆等 Tier1 客户合作，涉及比亚迪、长安、理想、小鹏、上汽、零跑、斯特兰蒂斯、特斯拉等终端车企。

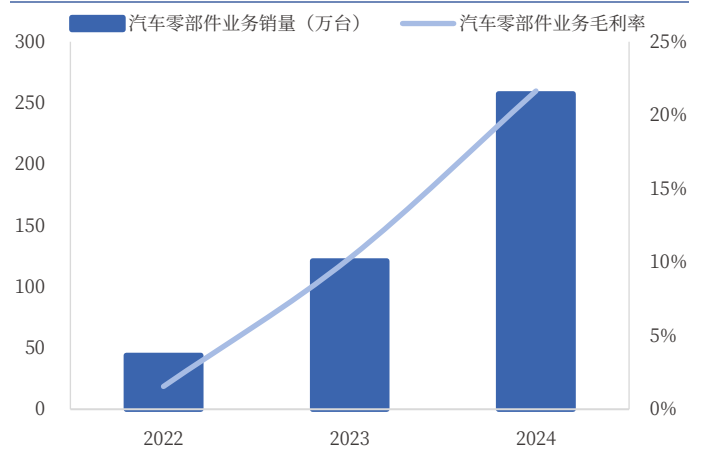
2025H1，公司汽车零部件业务实现收入 2.81 亿元，同比+89.86%；制动电机取得重大进展，获得全球电子制动系统 TOP 前 3 龙头客户的项目定点。此外，规模效应释放带动汽车零部件业务盈利能力改善，2024 年毛利率升至 21.7%。

图11: 公司汽车零部件业务收入规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图12: 中国 EPS 电机市场竞争格局



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**手握大量定点项目，新增产能满足需求。**2025 年上半年，公司汽车零部件业务新增定点项目 8 项，全生命周期预计总销售金额超过 19 亿人民币；截至期末，已有多项海外项目定点并逐步量产，国际市场开拓进程加速。

公司募资 4.06 亿元投入“年产 560 万台汽车转向及制动系统电机生产线技术改造项目”，投产后汽车电机总产能将超过 1080 万台。公司预计 2026 年客户需求量将达到 657 万台，2026~2028 年合计需求量 1932 万台，年均需求量 644 万台。

### (三) 聚焦机器人核心关节，打造第三增长极

公司凭借在家电、汽车领域积累的技术优势，将高端电机的技术壁垒延伸至机器人领域。2025 年上半年，公司携手领先的人形机器人企业共同开展核心关节电机的研发与试制，并已顺利完成样件交付，产品关键性能指标达到客户要求。

展望未来，伴随机器人行业快速发展，以及公司机器人电机业务逐步量产，有望成为第三成长曲线，持续贡献业绩增量。

### 三、盈利预测与估值

#### (一) 盈利预测

营业收入：我们预计 2025/2026/2027 年，公司吸尘器业务收入分别同比-6.6%/+2.5%/+3.0%，小家电业务收入分别同比 +20.8%/+15.4%/+12.2%，汽车电机业务收入分别同比 +60.1%/+51.9%/+37.2%。整体来看，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 45.2/52.2/59.5 亿元，分别同比+10.4%/+15.5%/+14.0%。

归母净利润：我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 1.9/2.9/3.9 亿元，分别同比 -54.2%/+55.7%/+33.2%。

表6：主要业务收入预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
吸尘器（百万元）	2,124	1,984	2,034	2,096
YOY	30.2%	-6.6%	2.5%	3.0%
小家电（百万元）	1,386	1,674	1,931	2,167
YOY	68.6%	20.8%	15.4%	12.2%
汽车电机（百万元）	412	660	1,003	1,375
YOY	104.5%	60.1%	51.9%	37.2%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

表7：公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,095	4,520	5,220	5,950
收入增长率%	47.56	10.37	15.49	13.98
归母净利润(百万元)	411	188	293	391
利润增长率%	27.51	-54.16	55.68	33.22
摊薄 EPS(元)	0.85	0.39	0.61	0.81
PE	20.80	45.37	29.15	21.88

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测（预测日期为 2026 年 2 月 27 日）

#### (二) 相对估值

截至 2025 年 2 月 27 日，可比公司 2026 年平均 PE 为 23.5 倍。按照我们的盈利预测，公司 2026 年估值对应 PE 29.2 倍。我们认为公司是中国吸尘器出口龙头，家电业务稳健成长，汽车零部件业务持续高增且确定性强，机器人电机业务布局前景广阔。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：可比公司估值表

公司名称	代码	币种	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	营业收入 (百万 CNY)		归母净利润 (百万 CNY)		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
新宝股份	002705.SZ	CNY	14.5	11,748	16,818	18,251	1,116	1,244	10.5	9.4
富佳股份	603219.SH	CNY	18.1	10,139	3,273	3,789	183	216	55.4	46.9

莱克电气	603355.SH	CNY	31.1	17,821	10,020	10,965	977	1,252	18.3	14.2
算术平均值					10,037	11,002	759	904	28.1	23.5
德昌股份	605555.SH	CNY	17.7	8,544	4,520	5,220	188	293	45.4	29.2

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

(注: 收盘价为 2025 年 2 月 27 日, 除德昌股份外, 其上市公司盈利预测均为 Wind 一致预期)

## 四、风险提示

**市场竞争加剧的风险:** 若公司未来不能持续保持在技术创新、产品种类、市场服务等方面的竞争优势, 或发生竞争对手不断进入、行业竞争日趋激烈等情况, 公司将可能面临市场份额下降、业绩增长放缓的风险。

**新业务发展不及预期的风险:** 新兴产业布局是公司重要战略, 但新兴产业本身可能存在政策、市场、技术等不确定性, 导致项目存在不确定性。目前公司推进的项目尚处于初期阶段, 尚未产生收入, 项目进展、结果、效益影响存在不确定性。

**关税政策的风险:** 近年来, 以中美贸易冲突为代表的国际贸易形势变化频繁, 全球经济正面临着多重压力, 国际贸易保护主义抬头, 贸易摩擦政治化的倾向日益突出, 影响全球经贸秩序和供应链体系。公司产品的最终销售地主要为北美和欧洲, 出口业务总体占比较高, 受贸易政策的影响较为显著。若贸易保护主义、地缘政治等外部环境持续恶化, 且公司未能及时、有效应对, 将对公司的整体经营业绩构成不利影响。

## 图表目录

图 1: 公司营业收入 (年度)	4
图 2: 公司归母净利润 (年度)	4
图 3: 公司毛利率、销售期间费用率、归母净利率	5
图 4: 公司销售、管理、研发、财务费用率	5
图 5: 公司主营业务收入 (按产品拆分)	5
图 6: 公司各类产品收入 YOY	5
图 7: 公司主营业务收入 (按区域拆分)	6
图 8: 公司内外销收入 YOY	6
图 9: 全球 EPS 电机市场规模	9
图 10: 中国 EPS 电机市场竞争格局	9
图 11: 公司汽车零部件业务收入规模	10
图 12: 中国 EPS 电机市场竞争格局	10
表 1: 公司营业收入-按产品拆分	6
表 2: 公司营业收入-按区域拆分	7
表 3: 家电领域客户合作梳理	8
表 4: 公司家电业务募投项目情况	9
表 5: 公司家电业务募投项目主要产品	9
表 6: 主要业务收入预测	11
表 7: 公司盈利预测主要指标	11
表 8: 可比公司估值表	11

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,403	3,727	4,232	4,848
现金	1,255	1,462	1,725	2,023
应收账款	1,270	1,314	1,445	1,647
其它应收款	54	56	65	74
预付账款	31	35	40	45
存货	575	641	732	825
其他	218	218	226	233
非流动资产	1,809	1,926	2,018	2,084
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,098	1,205	1,287	1,346
无形资产	304	317	329	339
其他	407	404	401	398
资产总计	5,212	5,653	6,249	6,932
流动负债	2,119	2,383	2,742	3,122
短期借款	150	150	150	150
应付账款	944	1,078	1,230	1,387
其他	1,024	1,154	1,362	1,585
非流动负债	84	84	84	84
长期借款	0	0	0	0
其他	84	84	84	84
负债总计	2,203	2,467	2,826	3,206
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,010	3,186	3,423	3,726
负债和股东权益	5,212	5,653	6,249	6,932

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	255	500	602	665
净利润	411	188	293	391
折旧摊销	136	167	192	217
财务费用	-33	7	7	7
投资损失	-12	-11	-10	-14
营运资金变动	-254	50	11	-59
其他	8	99	109	123
投资活动现金流	-188	-275	-276	-271
资本支出	-509	-286	-285	-286
长期投资	320	0	0	0
其他	1	11	10	14
筹资活动现金流	-5	-19	-64	-95
短期借款	150	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-155	-19	-64	-95
现金净增加额	94	207	263	299

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,095	4,520	5,220	5,950
营业成本	3,384	3,882	4,428	4,992
税金及附加	15	24	24	27
销售费用	17	32	37	42
管理费用	173	212	245	280
研发费用	138	176	204	232
财务费用	-80	2	-22	-27
资产减值损失	-11	-6	-6	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	18	21	21	26
营业利润	456	208	319	425
营业外收入	2	2	1	2
营业外支出	5	5	4	4
利润总额	453	205	317	422
所得税	42	16	24	32
净利润	411	188	293	391
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	411	188	293	391
EBITDA	509	373	487	612
EPS (元)	0.85	0.39	0.61	0.81

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	47.6%	10.4%	15.5%	14.0%
营业利润增长率	25.2%	-54.5%	53.8%	33.1%
归母净利润增长率	27.5%	-54.2%	55.7%	33.2%
毛利率	17.4%	14.1%	15.2%	16.1%
净利率	10.0%	4.2%	5.6%	6.6%
ROE	13.7%	5.9%	8.6%	10.5%
ROIC	10.5%	5.6%	7.5%	9.3%
资产负债率	42.3%	43.6%	45.2%	46.3%
净资产负债率	73.2%	77.4%	82.6%	86.1%
流动比率	1.61	1.56	1.54	1.55
速动比率	1.30	1.26	1.25	1.26
总资产周转率	0.86	0.83	0.88	0.90
应收账款周转率	3.77	3.50	3.78	3.85
应付账款周转率	4.24	3.84	3.84	3.82
每股收益	0.85	0.39	0.61	0.81
每股经营现金流	0.53	1.03	1.24	1.37
每股净资产	6.22	6.58	7.07	7.70
P/E	20.80	45.37	29.15	21.88
P/B	2.84	2.68	2.50	2.29
EV/EBITDA	14.73	19.56	14.46	11.01
PS	2.09	1.89	1.64	1.44

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**何伟，研究所副所长、大消费组组长。**上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

**杨策，家电行业分析师。**伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

**刘立思，家电行业分析师。**中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

**陆思源，家电行业分析师。**加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		