

## “小家电+汽零”双轮驱动，受益于出海和国产替代 ——首次覆盖深度报告



### 买入(首次)

行业：家用电器

日期：2024年09月02日

分析师：彭毅

E-mail：pengyi@yongxingsec.com

SAC编号：S1760523090003

分析师：张恬

E-mail：zhangtian@yongxingsec.com

SAC编号：S1760524070002

#### 基本数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 08月29日收盘价(元)   | 15.93       |
| 12mthA股价格区间(元) | 13.31-25.77 |
| 总股本(百万股)       | 372.36      |
| 无限售A股/总股本      | 36.44%      |
| 流通市值(亿元)       | 21.62       |

#### 最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

#### 相关报告：

### 核心观点

吸尘器、小家电代工领跑者，EPS电机构筑新增长极。公司是中国十大吸尘器出口企业、浙江省绿色工厂、浙江省隐形冠军培育企业。公司依托电机领域的技术优势，深度布局小家电和汽车零部件领域，聚焦客户需求，以创新驱动发展，通过规模化、专业化、国际化路径，践行“以吸尘器为基础业务、以多元小家电为成长性业务、以EPS电机为战略性业务”的战略。

吸尘器出口景气回升，多元小家电业务崭露头角。公司已与TTI、HOT、SharkNinja等国际龙头家电品牌商达成战略合作，产品覆盖地面清洁电器、环境家居电器、个人护理电器等。据海关总署，2024年1~5月吸尘器累计出口数量为6194万台（同比+25.2%），吸尘器累计出口金额为223.64亿元（同比+13.7%）。截至2023年末，公司在研新项目28个，覆盖地面清洁电器、环境家居电器、个人护理电器和厨房电器，涉及SKU超过100个。随着越南生产基地逐步投产、国内“年产734万台小家电产品建设项目”稳步推进，其家电业务规模有望持续增长。电动化、智能化驱动EPS系统装车率提升，公司紧抓EPS电机国产化机遇。EPS电机属于汽车核心安全件，整车厂及Tier.1采购态度审慎，对于成熟的供应商不会轻易切换。截至2018年，EPS电机的进口比例仍达79.70%，部分国产厂商实现了EPS电机的国产化。公司EPS无刷电机、制动电机已配套耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氮等国内外知名客户。截至2024年7月10日，已获得的定点项目全生命周期总金额约为50.66亿元。截至2023年末，汽车EPS电机、制动电机产能方面，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电机和制动电机设计产能超过300万台。

公司拟参股设立“深圳人形机器人国创中心有限公司”，将电机优势延伸至人形机器人领域。据公司公告，2023年10月24日，公司董事会会议审议通过《关于对外投资设立合资公司的议案》。公司拟与五家产业相关企业开展战略合作，共同建设广东省人形机器人创新中心，设立“深圳人形机器人国创中心有限公司”，作为创新中心的实际运营载体。合资公司注册资本为6500万元，其中公司出资500万元，持股比例为7.69%。我们认为，公司的EPS电机和人形机器人的无框力矩电机同属于扭矩精密控制电机，具备较强的技术迁移性。

### 盈利预测与投资建议

公司受益于吸尘器出口景气回暖，汽车EPS电机、制动电机国产替代，前瞻布局人形机器人领域。随着新客户、新产品持续开拓，未来业绩有望持续增长。我们预计2024-2026年营收分别为35.85、43.88、52.70亿元，同比增长分别为29.2%、22.4%、20.1%；归母净利润分别为4.17、5.19、6.38亿元，同比增长分别为29.5%、24.5%、22.9%；对应EPS分别为1.12、1.39、1.71元，对应PE分别为14.22、11.42、9.30。首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

家电消费需求不及预期，原材料价格上涨，新产品交付进度不及预期，汇率大幅波动。

### 盈利预测与估值

| 单位：百万元     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 2,775 | 3,585 | 4,388 | 5,270 |
| 年增长率(%)    | 43.2% | 29.2% | 22.4% | 20.1% |
| 归属于母公司的净利润 | 322   | 417   | 519   | 638   |
| 年增长率(%)    | 7.9%  | 29.5% | 24.5% | 22.9% |
| 每股收益(元)    | 0.87  | 1.12  | 1.39  | 1.71  |
| 市盈率(X)     | 26.26 | 14.22 | 11.42 | 9.30  |
| 净资产收益率(%)  | 11.8% | 13.8% | 15.2% | 16.3% |

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年08月29日收盘价）

## 正文目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 吸尘器、小家电代工领跑者，进军汽车电机领域 .....                | 4  |
| 1.1. 家电业务夯实基础，汽零业务打造第二成长曲线 .....              | 4  |
| 1.2. 家电业务重回增长轨道，汽车电机逐步导入量产 .....              | 6  |
| 2. 小家电受益于出海景气回升，新客户、新品类、新产能提升经营质量 .....       | 9  |
| 2.1. 小家电市场稳健发展，国内外吸尘器市场并驾齐驱 .....             | 9  |
| 2.2. 小家电业务稳扎稳打，新产品、新客户持续开拓 .....              | 14 |
| 3. 受益于国产替代，EPS 电机、制动电机进入收获期 .....             | 18 |
| 3.1. 电动化、自动驾驶随风起，EPS 电机国产替代正当时 .....          | 18 |
| 3.2. EPS 电机、制动电机打造第二增长曲线，产能、订单高增长 .....       | 21 |
| 4. 凭借 EPS 电机竞争优势，进军机器人驱动电机领域 .....            | 23 |
| 4.1. 无框力矩电机为机器人关节重要零部件 .....                  | 23 |
| 4.2. 优必选领衔筹建人形机器人创新中心，公司拟参股并承担机器人电机研发工作 ..... | 25 |
| 5. 盈利预测及投资建议 .....                            | 26 |
| 5.1. 收入拆分及预测 .....                            | 26 |
| 5.2. 投资建议 .....                               | 27 |
| 6. 风险提示 .....                                 | 28 |

## 图目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 德昌股份公司发展历程 .....                        | 4  |
| 图 2: 公司股权结构 (根据公司 2024 年一季报绘制) .....         | 6  |
| 图 3: 2019-2023 年公司收入规模及增速 .....              | 7  |
| 图 4: 2019-2023 年公司归母净利润及增速 .....             | 7  |
| 图 5: 2019-2023 年公司毛利率、归母净利率 .....            | 7  |
| 图 6: 2019-2023 年公司费用率 .....                  | 7  |
| 图 7: 20Q3-24Q1 公司单季度营收及增速 .....              | 7  |
| 图 8: 2019-2023 年各业务收入规模情况 (亿元) .....         | 8  |
| 图 9: 2019-2023 年各业务收入占比 .....                | 8  |
| 图 10: 2019-2023 年分地区收入占比 .....               | 9  |
| 图 11: 2016-2026 年全球小家电市场 (不含净水类) 规模及增速 ..... | 9  |
| 图 12: 2016-2026 年中国小家电细分市场规模 .....           | 10 |
| 图 13: 2016-2026 年中国小家电细分市场规模 CAGR .....      | 10 |
| 图 14: 2021 年不同地区吸尘器渗透率 .....                 | 11 |
| 图 15: 2022 年全球主要地区吸尘器销售情况 (万台) .....         | 11 |
| 图 16: 2010-2019 年美国吸尘器市场变化情况 .....           | 11 |
| 图 17: 2016-2022 年我国清洁电器市场规模及增速 .....         | 12 |
| 图 18: 2021 年美国吸尘器主要品牌市场份额 .....              | 12 |
| 图 19: 2022 年中国无线吸尘器企业市场份额 .....              | 12 |
| 图 20: 中国吸尘器月度出口金额 .....                      | 13 |
| 图 21: 中国吸尘器月度出口数量 .....                      | 13 |
| 图 22: 中国吸尘器月度出口均价 .....                      | 13 |
| 图 23: 2024 年吸尘器月度出口数量及增速 .....               | 14 |
| 图 24: 2024 年吸尘器月度出口金额及增速 .....               | 14 |
| 图 25: 吸尘器及配件收入及增速 .....                      | 16 |
| 图 26: 多元小家电收入及增速 .....                       | 16 |
| 图 27: 吸尘器及配件占营业收入比重 .....                    | 16 |
| 图 28: 多元小家电占营业收入比重 .....                     | 16 |
| 图 29: 吸尘器及配件毛利率 .....                        | 16 |

|  |    |
|--|----|
| 图 30: 多元小家电毛利率.....                      | 16 |
| 图 31: TTI 销售收入占营收比.....                  | 17 |
| 图 32: TTI 营业收入及增速.....                   | 17 |
| 图 33: TTI 地板护理及器具营收及增速.....              | 17 |
| 图 34: HOT 营业收入及增速.....                   | 18 |
| 图 35: HOT 家用、美容产品营收及增速.....              | 18 |
| 图 36: SharkNinja 营业收入及增速.....            | 18 |
| 图 37: SharkNinja 清洁产品营收及增速.....          | 18 |
| 图 38: 公司 EPS 电机产品.....                   | 19 |
| 图 39: 中国 EPS 电机需求量预测及增速.....             | 20 |
| 图 40: 2015-2022 年中国 EPS 电机需求与国产品牌产量..... | 21 |
| 图 41: 2022 年中国 EPS 电机细分市场需求量占比.....      | 21 |
| 图 42: 无刷电机营收及增速.....                     | 23 |
| 图 43: 无刷电机业务毛利率.....                     | 23 |
| 图 44: 科尔摩根 TBM2G 系列无框力矩电机.....           | 24 |
| 图 45: 机器人关节模组.....                       | 24 |
| 图 46: 全球无框力矩电机市场规模.....                  | 25 |
| 图 47: 优必选人形机器人 Walker S.....             | 25 |

### 表目录

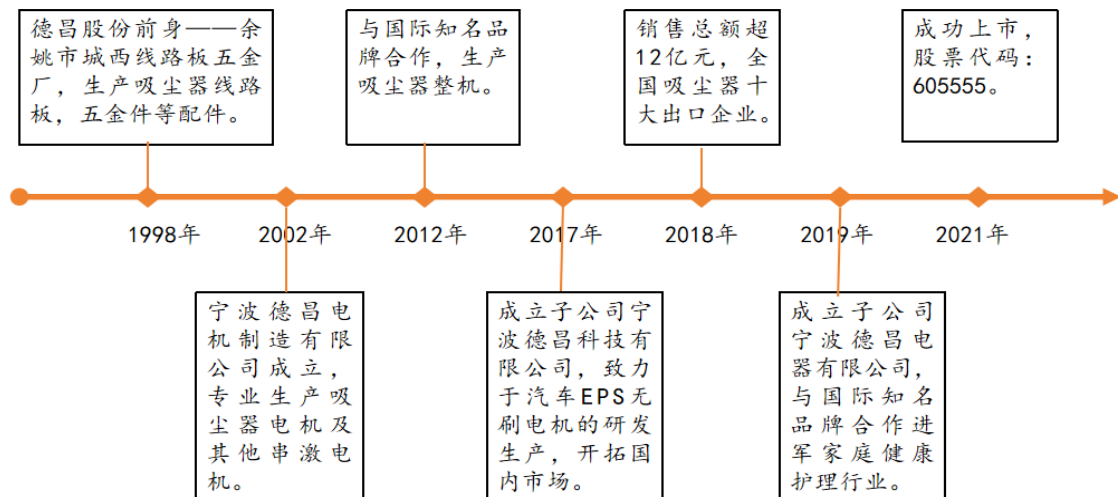
|                              |    |
|------------------------------|----|
| 表 1: 公司产品矩阵、主要客户及品牌.....     | 5  |
| 表 2: 公司小家电、吸尘器 IPO 募投项目..... | 15 |
| 表 3: 有刷电机与无刷电机优缺点比较.....     | 19 |
| 表 4: 公司 EPS 电机 IPO 募投项目..... | 22 |
| 表 5: 公司汽车电机项目定点情况梳理.....     | 22 |
| 表 6: 公司收入拆分预测表.....          | 27 |
| 表 7: 可比公司估值.....             | 28 |

## 1. 吸尘器、小家电代工领跑者，进军汽车电机领域

### 1.1. 家电业务夯实基础，汽零业务打造第二成长曲线

依托于电机技术优势，深度布局家电、汽车零部件业务。宁波德昌电机股份有限公司，成立于2002年，致力于电机和家用吸尘器的研发生产，产品主要面向欧美市场，通过了UL、CE、CCC等认证，符合欧盟ROHS、REACH指令要求。公司是中国十大吸尘器出口企业、浙江省绿色工厂、浙江省隐形冠军培育企业。公司依托电机领域的技术优势，深度布局小家电和汽车零部件领域，聚焦客户需求，以创新驱动发展，通过规模化、专业化、国际化路径，践行“以吸尘器为基础业务、以多元小家电为成长性业务、以EPS电机为战略性业务”的战略。

图1:德昌股份公司发展历程



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所





















**小家电夯实业务基本盘，EPS电机打造第二增长曲线。**

**(1) 小家电领域：**公司坚持战略大客户合作路线，着力与国际知名家电制造商、品牌运营商以及区域领先企业构建稳定、双赢的合作模式。公司已与创科实业(TTI)、海伦特洛伊(HOT)、尚科宁家(SharkNinja)等国际龙头家电品牌商形成了战略合作，产品覆盖地面清洁电器(吸尘器水机、干机等)、环境家居电器(加湿器、电风扇、空气净化器等)、个人护理电器(卷发梳、吹风机等)等，合作的Hoover、Dirt Devil、Vax、Revlon、Hot Tools、Shark等品牌产品，在美国、欧洲市场均具有较高的国际知名度和市场影响力。

**(2) 汽车零部件领域：**2017年，公司创办“德昌科技”，正式切入汽车零部件领域，从事汽车EPS无刷电机、制动电机的研发生产，致力于成为具有国际竞争力的国内EPS电机行业领导企业。经过多年的技术攻坚和客户沉淀，公司行业影响力不断提升，目前客户已覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氩等国内外知名转向/制动系统供应商，随着国内外市场的持续开拓

以及定点项目的量产，汽车零部件业务逐步形成规模效应，有望持续成长。

表1:公司产品矩阵、主要客户及品牌

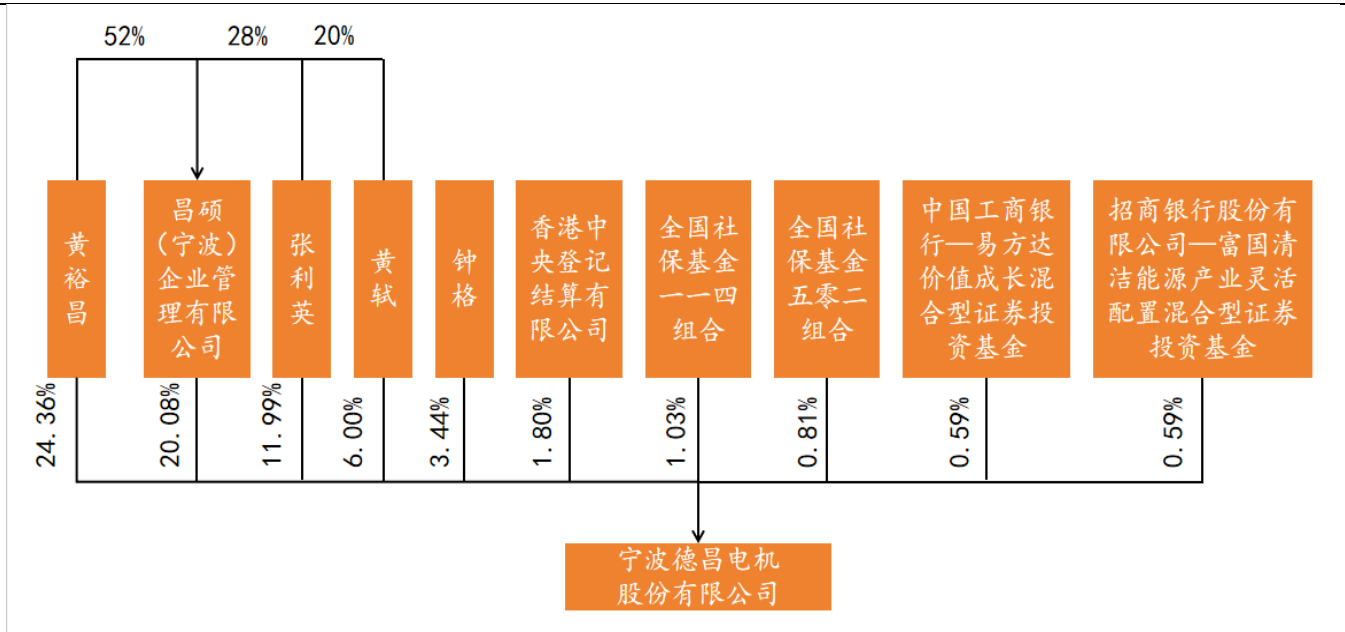
| 小家电业务                     |   |   |  |
|---------------------------|---|---|--|
| 产品                        | 图示  | 主要客户  | 主要品牌   |
| 地面清洁电器<br>(吸尘器水机、干机等)     |    | 客户：创科实业 (TTI)、海伦特洛伊 (HOT)、尚科宁家 (SharkNinja)<br><br><br>  | 品牌：Hoover、Dirt Devil、Vax、Revlon、Hot Tools、Shark 等<br><br><br><br><br><br> |
| 环境家居电器<br>(加湿器、电风扇、空气净化器) | —   |   |  |
| 个人护理电器<br>(卷发梳、吹风机)       |   |   |  |
| 吸尘器电机                     |  | 客户：TTI、伊莱克斯等<br><br>  | —  |
| 汽车零部件业务                   |   |   |  |
| 产品                        | 图示  | 主要客户  |  |
| EPS 电机                    |  | 客户：耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氮<br><br><br><br><br> |  |
| 制动电机                      | —   |   |  |

资料来源：Wind，公司公告，各公司官网，甬兴证券研究所

股权结构稳定且集中，有利于公司战略高效执行。公司实控人为黄裕昌、张利英、黄轼，其中黄裕昌和张利英为夫妻关系，黄轼为黄裕昌和张利

英之子。公司实际控制人直接持有公司 42.35% 的股份，并通过宁波昌硕间接控股 20.08%，合计持股比例为 62.43%。我们认为，股权结构稳定且集中有利于公司执行长期发展计划，推动公司战略和高技术产品落地。

图2:公司股权结构(根据公司 2024 年一季报绘制)



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

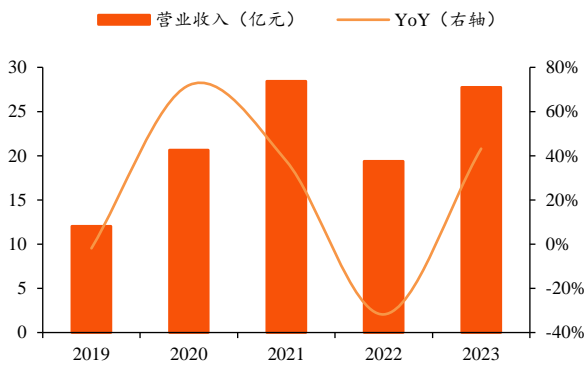
## 1.2. 家电业务重回增长轨道，汽车电机逐步导入量产

**家电、汽零双轮驱动，短期扰动不改长期增长。(1) 营业收入变化及归因:** 2019-2023 年公司营业收入从 12.01 亿元增长至 27.75 亿元，期间 CAGR 约为 23.29%。2021 年营业收入同比增长主要系出口小家电产品销售收入增加所致。2022 年营业收入同比下滑主要系本期吸尘器销售收入减少所致。2023 年营业收入同比增长主要系本期吸尘器、小家电、EPS 电机销售收入增长所致。从单季度营收来看，自 22Q3 以来重新回到增长轨道，23Q2-24Q1 连续 4 个季度保持正增长。**(2) 归母净利润变化及归因:** 2019-2023 年公司归母净利润从 1.5 亿元增长至 3.22 亿元，期间 CAGR 约为 21.04%。2021 年利润端承压主要系本期汇率走弱、原材料价格上升、疫情影响所致。2022 年净利润同比略降主要系吸尘器、多元小家电收入下滑所致，但 EPS 电机和制动电机业务实现收入大幅增长。2023 年净利润同比增长主要系家电需求复苏、引入战略新客户的订单增量、汽车零部件新项目定点且量产落地所致。

**2021-2023 年毛利率趋于平稳，费用管控有效，呈下降趋势。(1) 毛利率、净利率:** 2019-2020 年，毛利率、净利率处于历史较高水平；2021-2023 年，毛利率趋于平稳，净利率呈上下波动趋势。**(2) 费用率:** 2019-2023 年，公司费用管控有效，综合费用率总体呈下降趋势，其中 2022 年财务费用大

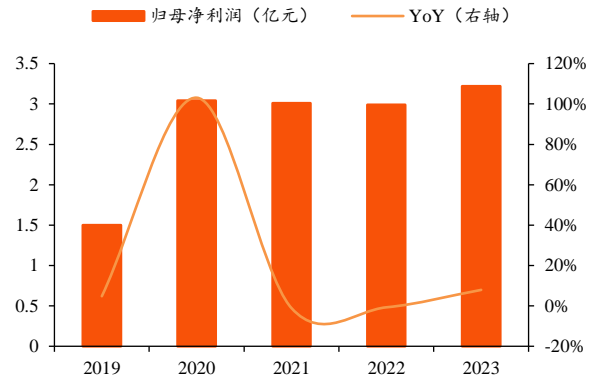
幅减少主要系本期汇兑收益增加所致。

图3:2019-2023 年公司收入规模及增速



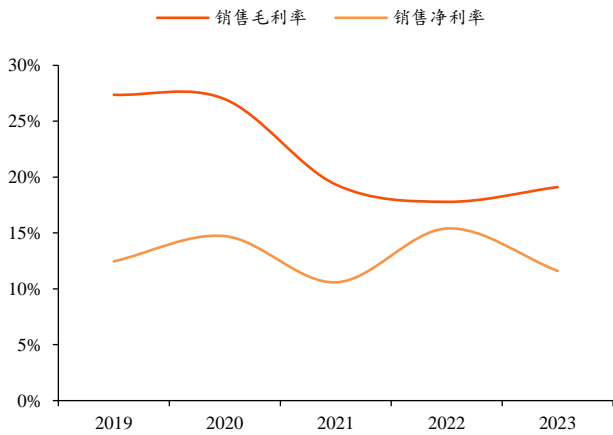
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:2019-2023 年公司归母净利润及增速



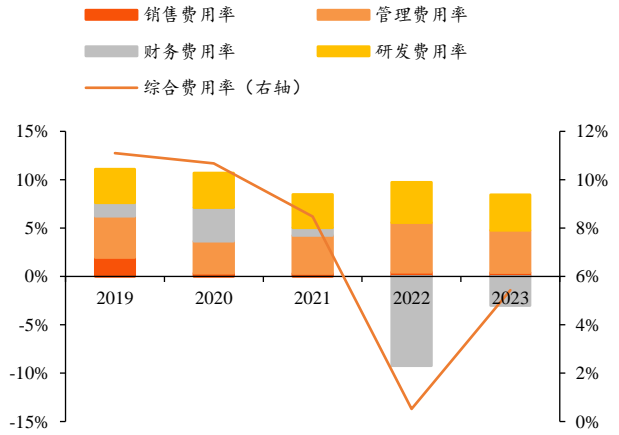
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:2019-2023 公司毛利率、归母净利率



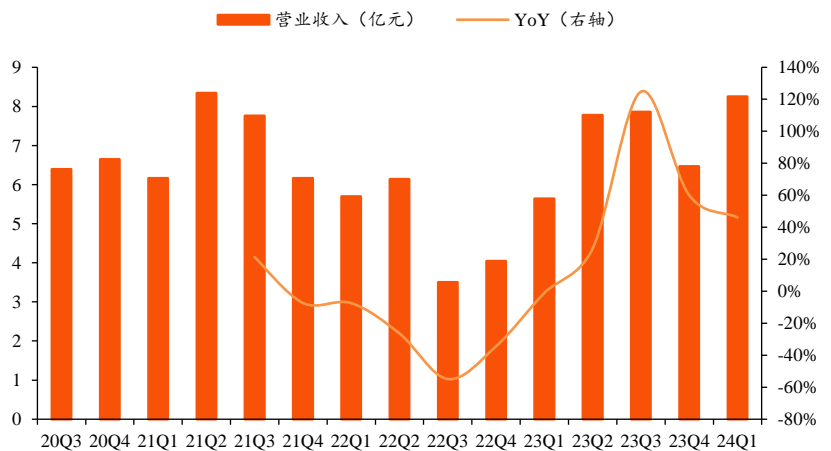
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:2019-2023 年公司费用率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

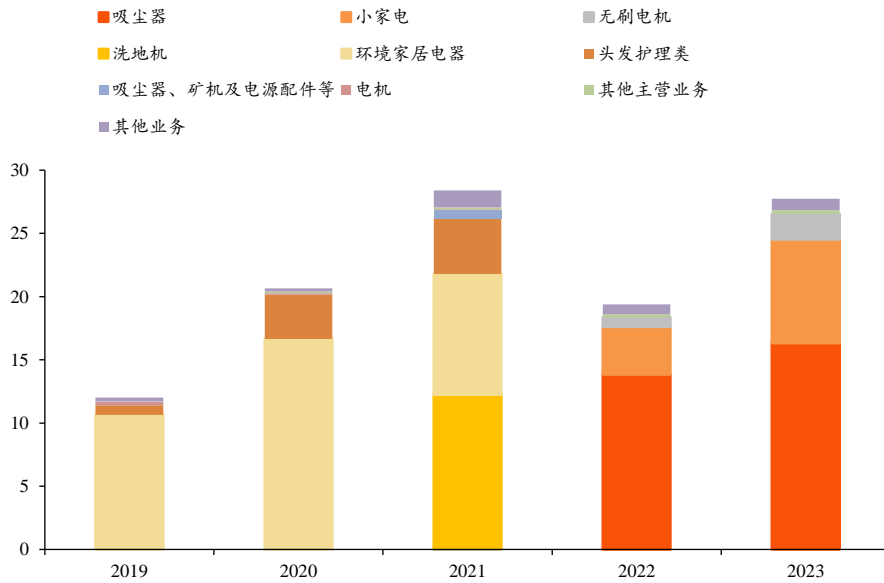
图7:2020Q3-24Q1 公司单季度营收及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

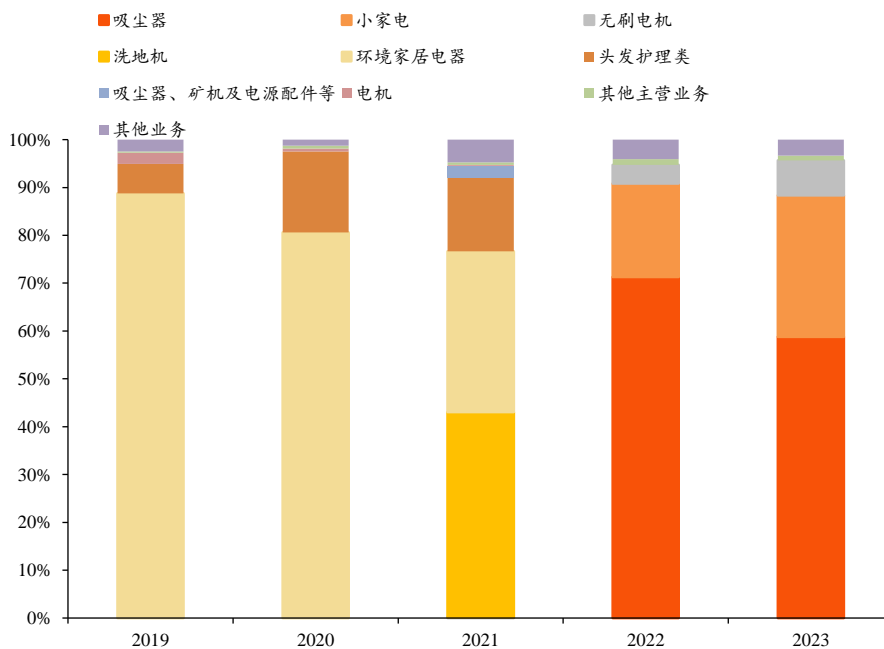
吸尘器、小家电贡献主要收入，海外收入占比较高。(1)分业务：从2023年主营业务收入占比来看，吸尘器和小家电收入分别为16.31亿元、8.22亿元，占当年营业收入比为58.77%、29.62%，二者收入占比之和为88.39%；(2)分地区：2019-2022年，公司国外收入占比均高于95%，但2023年较往年下降明显。(3)分客户：据公司2021-2023年报，TTI为公司第一大客户，但随着公司客户结构优化，其收入占比呈下降趋势，TTI收入占比从2021年的80.46%降至2023年的54.73%。

图8:2019-2023年各业务收入规模情况(亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

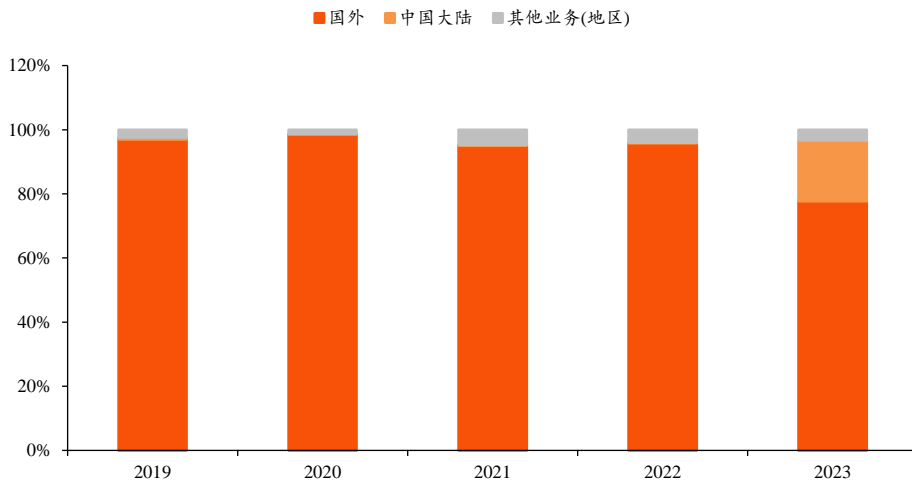
图9:2019-2023年各业务收入占比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所



图10:2019-2023 年分地区收入占比



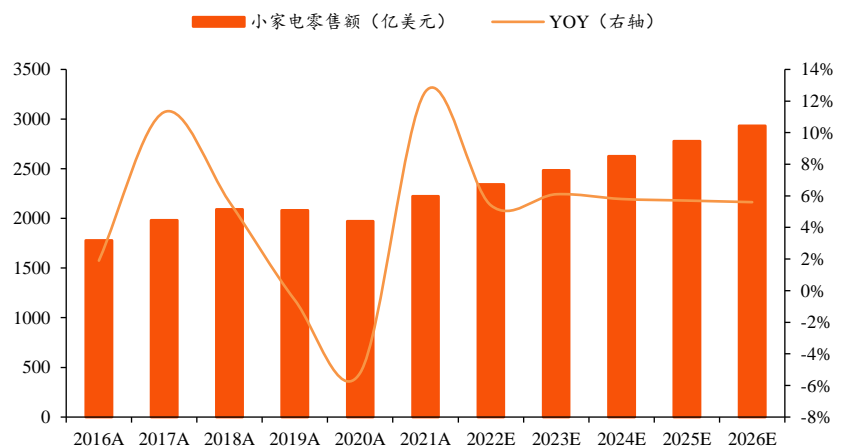
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 2. 小家电受益于出海景气回升, 新客户、新品类、新产能提升经营质量

### 2.1. 小家电市场稳健发展, 国内外吸尘器市场并驾齐驱

全球小家电行业整体保持稳健发展态势。根据 Euromonitor 数据, 全球小家电行业的市场规模(按零售额计, 不含净水类)从 2016 年的 1,778.9 亿美元增加到 2019 年的 2,079.9 亿美元, 年复合增长率为 5.35%。2020 年受经济环境影响, 全球小家电市场规模有所下降。2021 年伴随经济回暖, 全球小家电市场规模有所提升, 实现 12.6% 的同比增长。考虑到全球经济的温和复苏及新兴市场发展, 预计全球小家电行业未来将保持 5%-6% 左右的增长速度, 在 2026 年达到 2,931.7 亿美元。根据 Transparency Market Research 相关数据, 全球净水类家电行业市场规模从 2015 年的 495 亿美元增加到 2019 年的 670 亿美元, 年复合增长率为 7.86%。

图11:2016-2026 年全球小家电市场(不含净水类)规模及增速

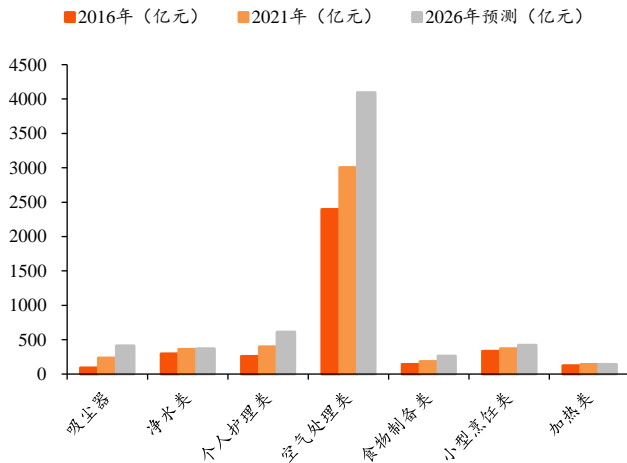


资料来源: 德尔玛招股书, Euromonitor, 甬兴证券研究所

细分品类中, 吸尘类、净水类、个人护理类增速最快。据 Euromonitor

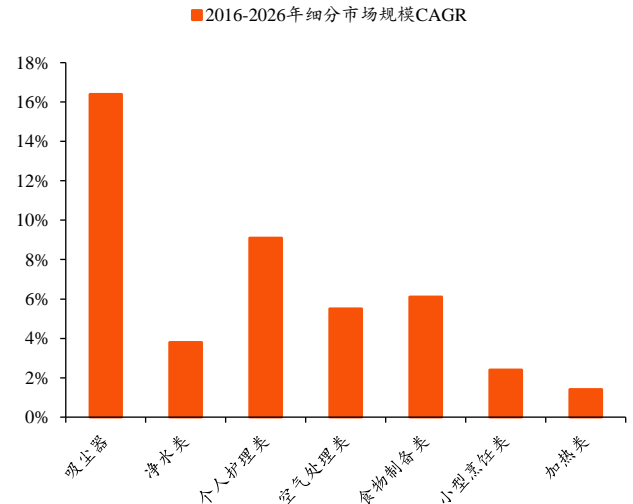
统计，2016-2021年，中国小家电各细分品类（不含净水类）市场规模均保持较快增长，其中吸尘类小家电和个人护理类小家电增速最快，位居小家电行业前列，复合增长率分别为20.8%和9.2%，2021-2026年预测复合增长率分别为11.8%和8.9%。

图12:2016-2026年中国小家电细分市场规模



资料来源：德尔玛招股书，Euromonitor，奥维云网，甬兴证券研究所

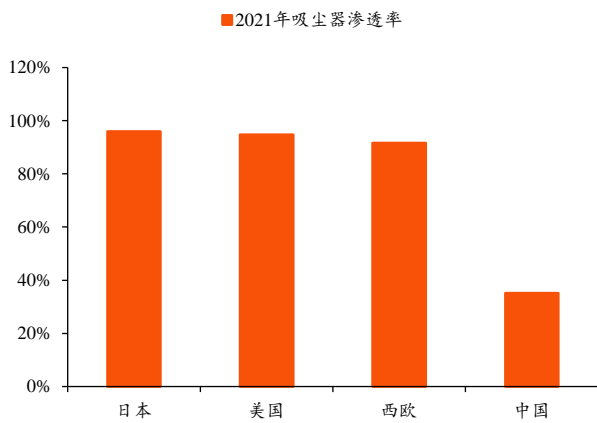
图13:2016-2026年中国小家电细分市场CAGR



资料来源：德尔玛招股书，Euromonitor，奥维云网，甬兴证券研究所

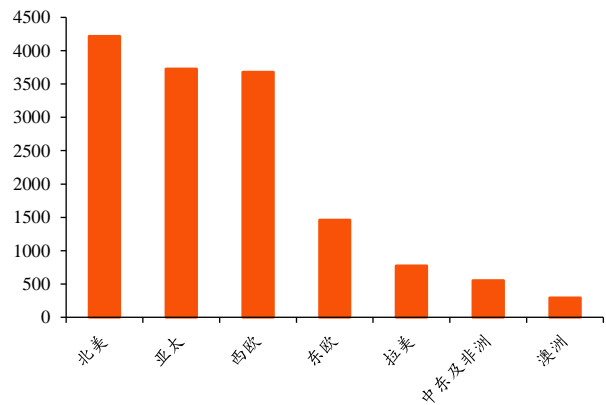
**吸尘器全球市场规模稳步增长，欧美地区市场成熟，中国市场渗透率提升。**据 Euromonitor 统计，2014-2021年，全球吸尘器市场零售量由1.13亿台增加至1.48亿台，由此可见全球吸尘器市场规模稳步增长。全球来看，日本及欧美等发达区域吸尘器市场成熟，渗透率较高。2021年吸尘器在日本、美国、西欧的渗透率分别达96%、94.7%、91.6%。中国吸尘器市场发展迅速，2016-2021年吸尘器在中国的渗透率从29%提升到了35.1%，保持较快增长。据 Euromonitor 统计，2016-2021年，中国吸尘器市场零售量由1242.5万台增加至2274.9万台，年复合增长率CAGR为12.9%。据观研天下，2022年全球吸尘器市场销量达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3074万台。

图14:2021年不同地区吸尘器渗透率



资料来源：德昌股份2023年年报，Euromonitor，甬兴证券研究所

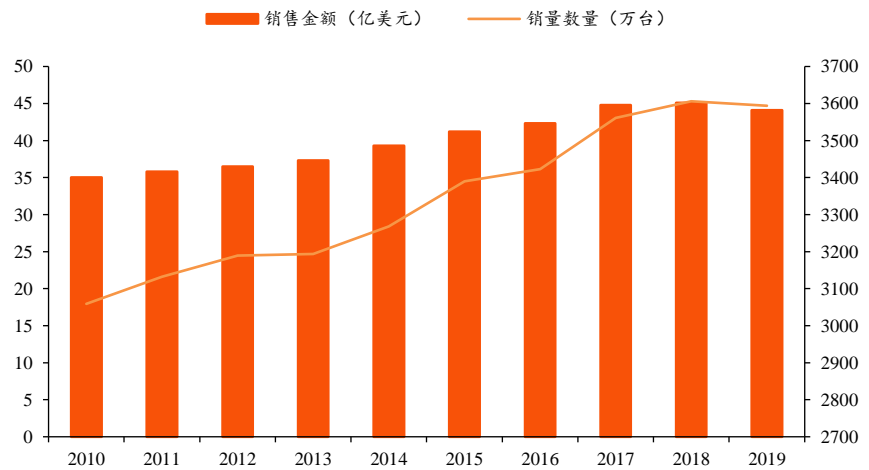
图15:2022年全球主要地区吸尘器销售情况（万台）



资料来源：观研报告网，甬兴证券研究所

**美国吸尘器市场规模扩增，新品类逐渐普及。**美国是公司产品的重要出口目的地市场。由于其居民人均居住面积较大、家居中地毯的使用比例较高，吸尘器成为其日常家居所需的家电用品。2010年至今，由于水机吸尘器、扫地机器人等新型吸尘器品类快速普及，美国吸尘器市场总体规模快速扩大、单机价格也快速上涨。

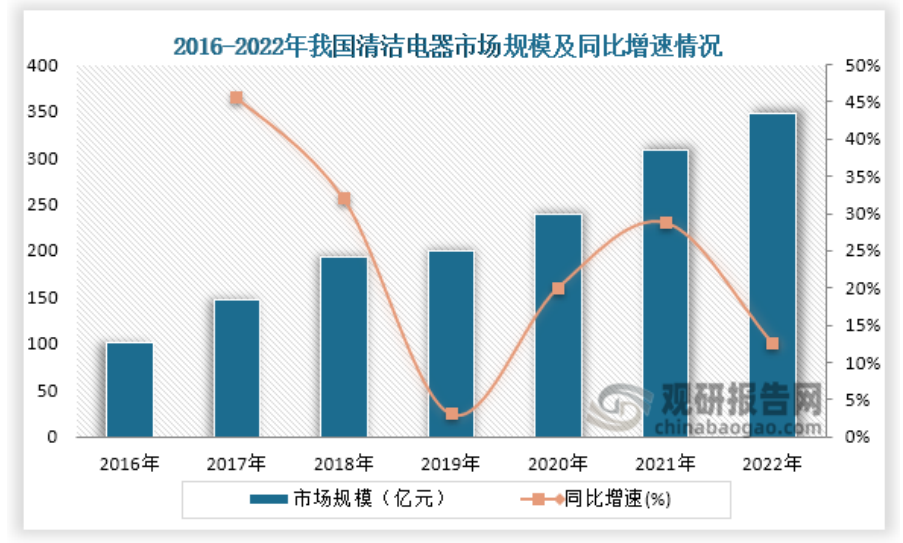
图16:2010-2019年美国吸尘器市场变化情况



资料来源：德昌股份招股书，Euromonitor，甬兴证券研究所

**受益于电商平台快速发展，中国吸尘器市场规模保持增长态势。**据观研报告网，在中国市场，随着技术不断进步、直播带货、短视频等新兴渠道普及，以及消费者卫生意识逐渐加强，我国吸尘器行业市场需求增长迅猛。据观研报告网，2021年，我国吸尘器行业零售规模为278亿元，同比增长22.9%，2021年我国吸尘器行业零售量2164万台，同比增速22.9%；2022年我国清洁电器市场规模达到349亿元，同比增长12.6%，2022年我国清洁电器销量达到2700万台，同比增长12.1%。

图17:2016-2022年我国清洁电器市场规模及增速

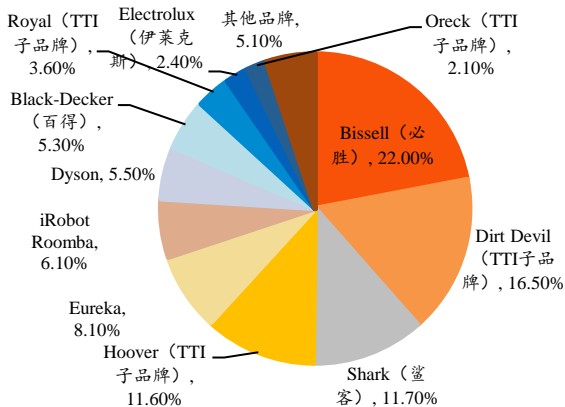


资料来源：观研报告网，甬兴证券研究所

**2021年美国吸尘器市场竞争格局较为集中，TTI市场份额达34.0%。**据中金企信，2021年美国吸尘器销量达到3,819万台，2016-2021年间年均复合增长率为2.22%。美国吸尘器市场呈现充分竞争的形态，主要龙头企业市场份额占比较高。其中，创科集团（TTI）市场份额占比合计达到34.0%，其旗下品牌如Dirt Devil、Hoover、Royal、Oreck等皆占据较大份额，分别达到16.5%、11.6%、3.6%以及2.2%。其他主要吸尘器销售企业如必胜（Bissell）、鲨客（Shark）市场份额占比分别约为22.0%、11.7%。

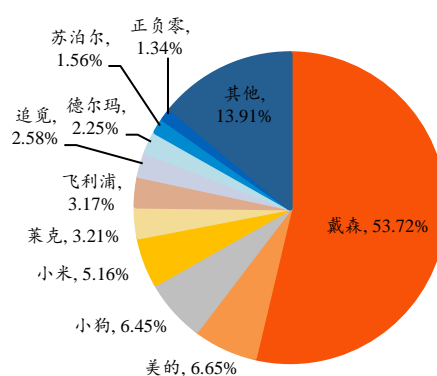
**中国吸尘器市场竞争格局较为分散：**据思瀚产业研究院援引欧睿国际数据，2022年国内吸尘器销量达到1,985万台，2017-2022年间年均复合增长率为5.79%，增长趋势较为明显。其中，美的、科沃斯、小米、Dyson、德尔玛、莱克、石头科技等品牌均占有一定市场份额，市场集中度较低，竞争较为激烈。

图18:2021年美国吸尘器主要品牌市场份额



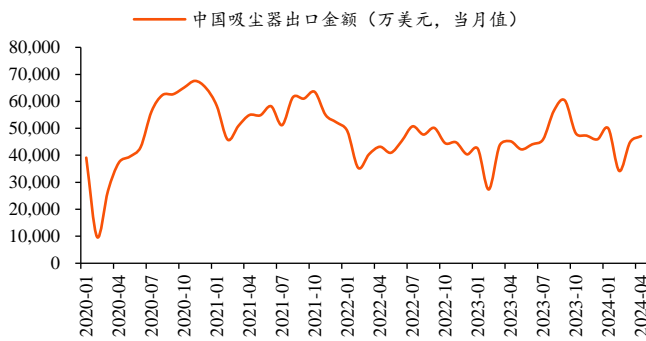
资料来源：中金企信国际咨询，甬兴证券研究所

图19:2022年中国无线吸尘器企业市场份额

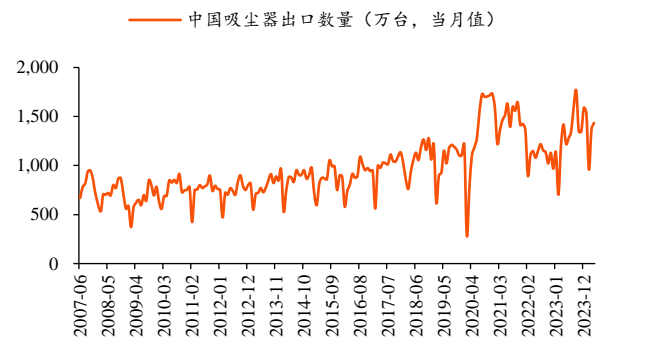


资料来源：华经情报网，甬兴证券研究所

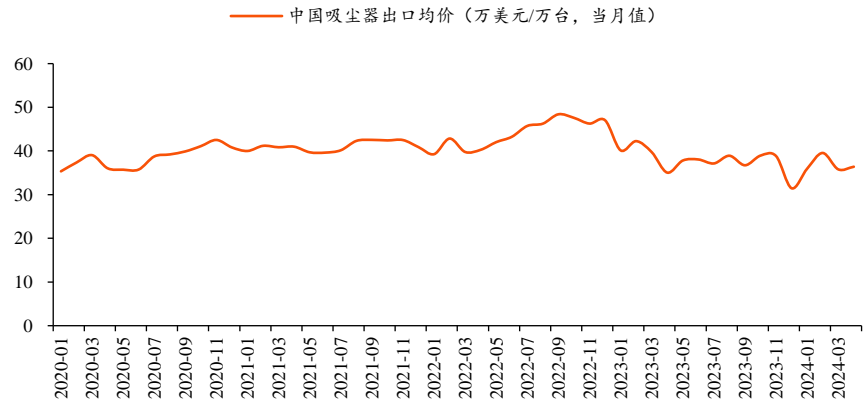
中国吸尘器出口景气回暖，短周期出口金额上行。通过对海关总署发布的吸尘器出口数据进行分析，我们认为，中国吸尘器出口金额较为平稳，呈现出一定的周期性，2024年4月有环比向上的趋势，短期看出口有修复的迹象；中国吸尘器出口数量震荡向上；2023年5月以来出口均价逐渐企稳。2024年5月吸尘器出口数量约为1396万台（同比+26.90%），吸尘器出口金额约为47.70亿元（同比+13.70%）；2024年1~5月吸尘器累计出口数量为6194万台（同比+25.2%），吸尘器累计出口金额为223.64亿元（同比+13.7%）。

**图20:中国吸尘器月度出口金额**


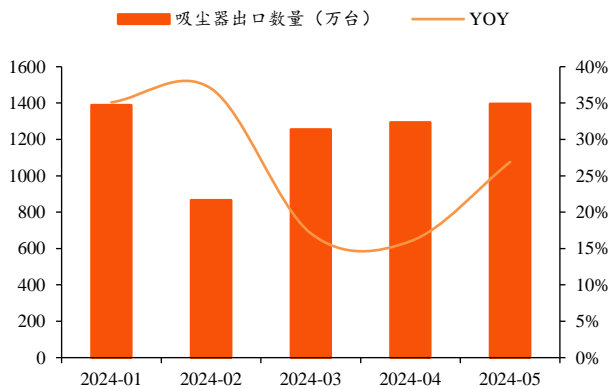
资料来源：海关总署，甬兴证券研究所

**图21:中国吸尘器月度出口数量**


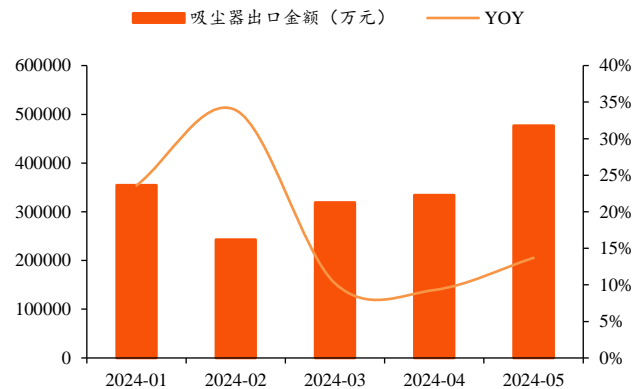
资料来源：海关总署，甬兴证券研究所

**图22:中国吸尘器月度出口均价**


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

**图23:2024年吸尘器月度出口数量及增速**


资料来源：海关总署，甬兴证券研究所

**图24:2024年吸尘器月度出口金额及增速**


资料来源：海关总署，甬兴证券研究所

## 2.2. 小家电业务稳扎稳打，新产品、新客户持续开拓

**制造、研发、管理综合能力优秀，客户、产品多元化奠定长期增长基础。**

公司2002年设立时，主要从事吸尘器电机的生产。由于该等电机优秀的性能、突出的性价比，逐步获得了包括TTI、伊莱克斯等业内知名吸尘器制造商的青睐。2012年开始，公司把握住TTI整机订单转移的契机，开始替代其墨西哥工厂、东莞工厂向其供应吸尘器整机。随着公司制造能力、研发能力、管理能力的提升，TTI逐步将其其他代工订单转移至公司。在与TTI进行吸尘器整机合作的数年期间，公司形成了业内优秀的制造管理能力、产品研发能力、成本控制能力，高附加值的水机产品、充电产品也逐步推向市场。2019年开始，公司开拓了新客户HOT，向其供应卷发梳等产品，公司产品更趋多元。

**电机研发制造经验丰富，小家电品类由吸尘器拓展到个人护理电器，绑定TTI和HOT等优质客户。**公司小家电产品主要分为环境家居电器（包括吸尘器水机、吸尘器干机、吸尘器配件、加湿器等）、头发护理电器（包括卷发梳、吹风机等）。小家电产品线的吸尘器制造业务为公司主要收入来源。经过多年的技术与工艺积累，公司已在电机研发及制造、家电整机制造等方面建立了较明显的优势，从而获得TTI、HOT等全球知名企业的业务订单和合作项目。

**欧美市场为公司主要发展阵地，国际客户订单总体稳定。**公司小家电业务主要通过为国际龙头品牌ODM/OEM的方式开展，产品主要销往美国、欧洲市场。依托核心客户及其品牌资源，公司产品在吸尘器、美发梳等细分领域的生产环节拥有较高的市场地位。公司与核心客户深度融合，且在设计能力、成本控制能力、质量管理能力、交期保障能力等方面优势明显，因此即使在国际贸易关系紧张的大环境下，公司的客户订单仍总体稳定、营收质量保持良好。

**顺利拓展新客户、新品类、新产能，家电业务长期增长潜力充足。(1) 深化与战略客户合作，客户需求恢复稳定增长。**公司长期保持与TTI、HOT等战略客户的稳定合作，原战略大客户去库存影响基本结束，业务需求恢复

请务必阅读报告正文后各项声明

稳定增长。(2) 引入新客户 SharkNinja, 产品矩阵得以扩充。2023 年启动了与国际知名小家电公司 SharkNinja 的战略合作, 代工品类包括吹风机、吸尘器、风扇、空气净化器等, 未来有望加深合作。(3) 持续加大产品研发, SKU 数量显著增长。截至 2023 年末, 公司在研新项目 28 个, 覆盖地面清洁电器、环境家居电器、个人护理电器和厨房电器, 涉及 SKU 超过 100 个, 公司研制出一款厨电新产品智能洗碗机, 具备喷淋系统、蒸汽消杀功能。公司已完成智能洗碗机部分产线建设, 预计 2024 年实现量产。(4) 产能建设及投产情况: 据公司 2023 年年报, 截至报告期末, 家电产能方面, “越南厂区年产 380 万台吸尘器产品建设项目” 建设完成, 可实现超过 380 万台的年产设计规模; 启动 “越南厂区年产 300 万台小家电产品建设项目”, 总投资 8,000 万美元, 该项目已签订购置土地的相关协议, 拟于 2024 年开始工程建设。公司越南生产基地的产能建设和逐步投产, 将加快推进国际业务开拓及全球化制造进程, 丰富公司的全球服务网络; 国内 “年产 734 万台小家电产品建设项目” 计划于 2024 年 12 月完工, 项目正在有序推进, 新建工厂主体工程基本完工, 一期已验收完成。

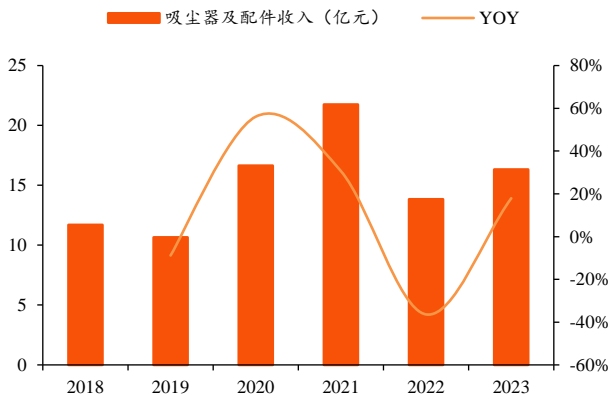
**表2:公司小家电、吸尘器 IPO 募投项目**

| 项目概况                             | 总投资   | 预期效益   | 建设期 |
|----------------------------------|---|--|-----|
| (1) 宁波德昌科技有限公司年产 734 万台小家电产品建设项目 | 49,016.86 万元                                    | 项目达产年新增销售收入为 107,500.00 万元 (不含税), 年利润总额 14,737.31 万元 | 2 年 |
| (2) 德昌电机越南厂区年产 380 万台吸尘器产品建设项目   | 2,500.00 万美元<br>(折合人民币 17,250.00 万元, 美元汇率取 6.9) | 项目达产年新增销售收入为 64,600.00 万元 (不含税), 年利润总额 7,839.64 万元   | 2 年 |

资料来源: 德昌股份招股书, 甬兴证券研究所

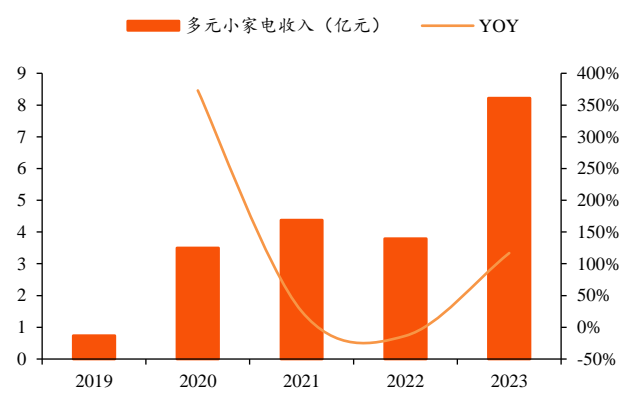
吸尘器及配件构成家电业务基本盘, 多元小家电打开增长空间。(1) 吸尘器及配件收入规模震荡上行, 2023 年重回增长轨道; 多元小家电呈现高速增长态势。吸尘器及配件收入从 2018 年的 11.69 亿元增长到 2023 年的 16.31 亿元, 2018-2023 年 CAGR 约为 6.89%; 多元小家电收入从 2019 年的 0.74 亿元增长至 2023 年的 8.22 亿元, 2019-2023 年 CAGR 约为 82.56%; (2) 家电产品结构多元化, 吸尘器收入占比降低, 多元小家电收入占比提升。吸尘器及配件占营收比呈下降趋势, 从 2018 年的 95.49% 降至 2023 年的 58.78%; 多元小家电占营收比呈上升趋势, 从 2019 年的 6.13% 升至 2023 年的 29.63%; (3) 2023 年, 吸尘器及配件毛利率逐步企稳, 多元小家电毛利率企稳回升。吸尘器及配件毛利率自 2021 年下降至 18.08% 后逐步企稳, 2023 年吸尘器及配件毛利率为 17.10%。多元小家电毛利率自 2021 年下降至 18.17% 后企稳回升, 2023 年多元小家电毛利率为 23.00%。

图25:吸尘器及配件收入及增速



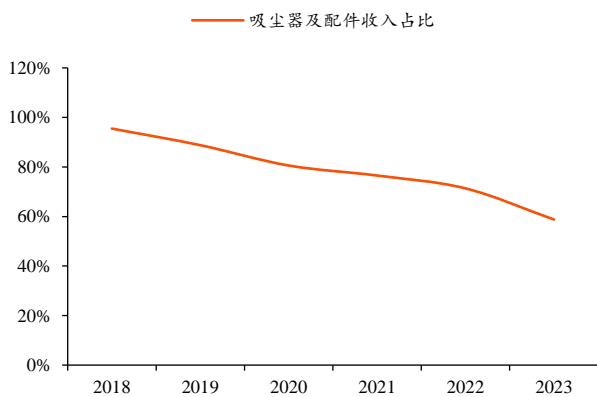
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图26:多元小家电收入及增速



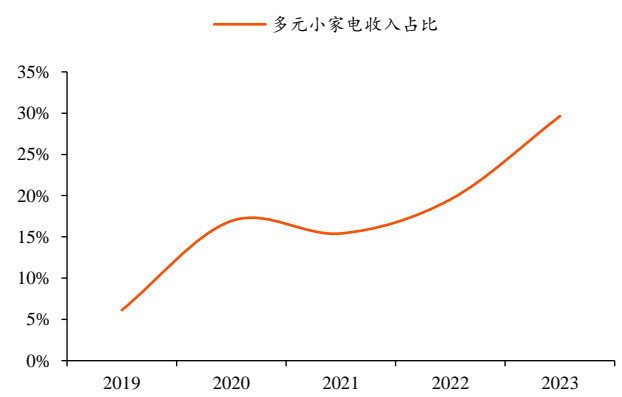
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图27:吸尘器及配件占营业收入比重



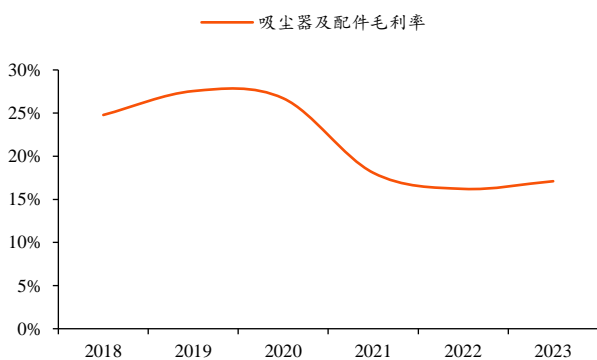
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图28:多元小家电占营业收入比重



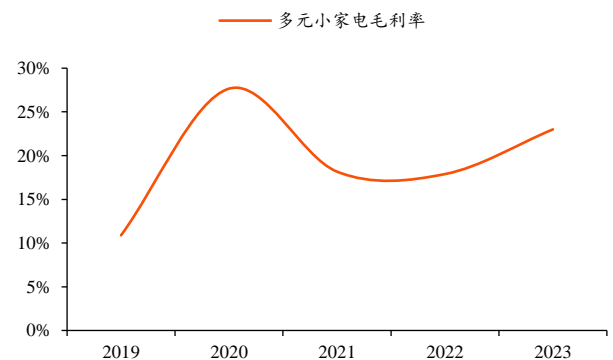
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图29:吸尘器及配件毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图30:多元小家电毛利率

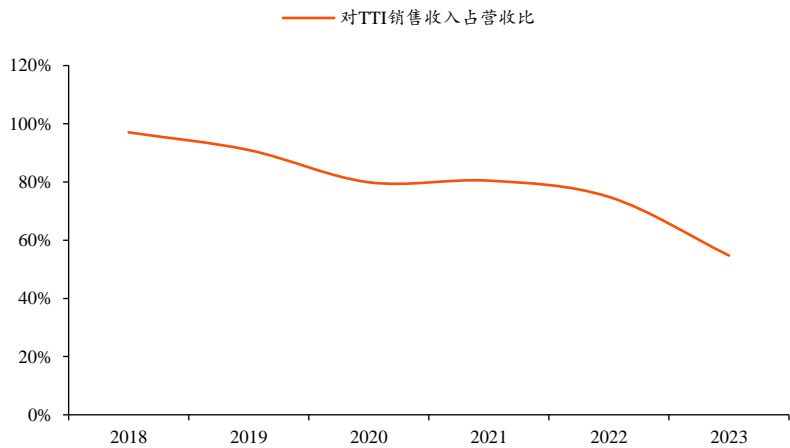


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

家电业务客户结构持续优化，TTI 收入占比呈下降趋势。公司当前客户皆为业内龙头企业，因此公司在销售模式上主要是围绕服务大客户开展。从客户结构来看，随着新客户 H0T、SharkNinja 的开拓，公司对 TTI 的销售收入占营业收入比重呈现下降趋势。由此可见，公司客户结构更加多元，对 TTI 的依赖度有所下降。



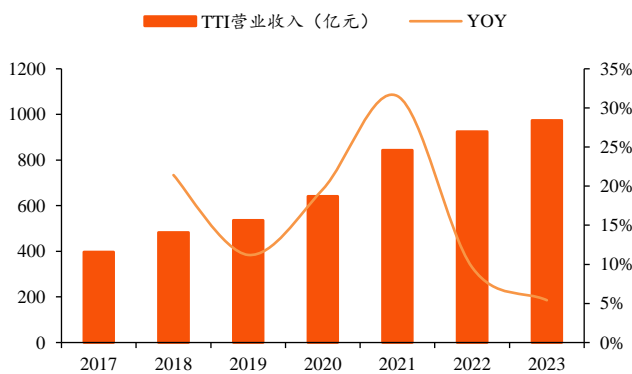
图31:TTI 销售收入占营收比



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

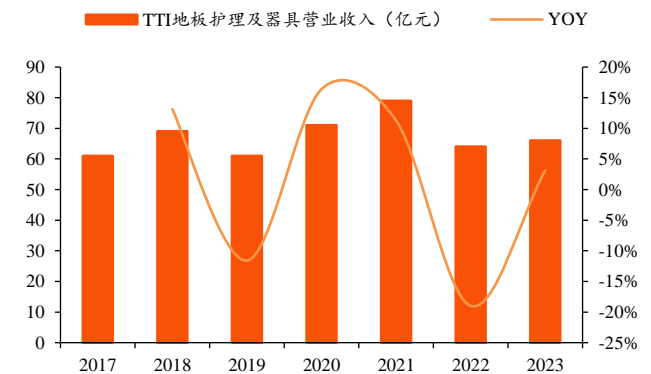
**TTI 吸尘器在上市占率第一, 营业收入稳健增长。**据公司招股书, 小家电市场充分竞争, 各市场参与主体进行产业链分工合作; 品牌商如 TTI 拥有 Hoover、Dirt Devil 等吸尘器品牌; 制造商主要通过 ODM 或 OEM 方式为品牌商提供代工产品。据公司招股书, 公司主要客户 TTI 在欧美市场地位领先, 2019 年 TTI 在美国吸尘器市场占有率第一。据公司 2023 年年报, TTI 在 2021 年全球吸尘器市场占有率为 11.3%。TTI 营业收入从 2017 年的 397 亿元增长至 2023 年的 974 亿元, 2017-2023 年 CAGR 约为 16.13%。其中 TTI 地板护理及器具的营收表现较为稳健, 基本保持在 60-80 亿元, 2023 年地板护理及器具收入为 66 亿元, 同比增长 3.13%, 较 2022 年有所回暖。

图32:TTI 营业收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图33:TTI 地板护理及器具营收及增速

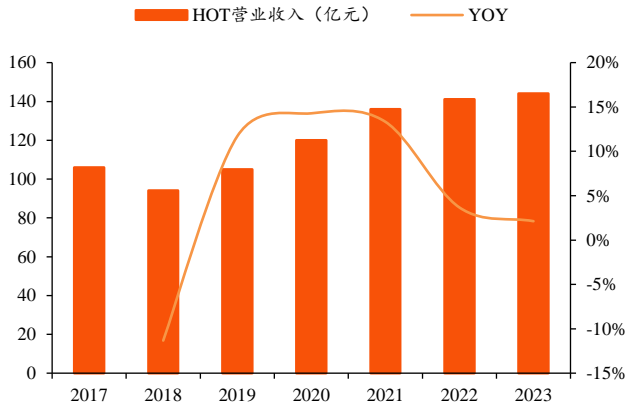


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

**公司成功拓展新客户 HOT, 产品延伸至头发护理电器。**据公司招股书, 2019-2020 年 HOT (海伦特洛伊) 为公司第二大客户, 公司主要向 HOT 销售头发护理小家电。HOT 是一家领先的全球消费品公司, 通过多元化的品牌组合为客户提供创意产品和解决方案。该公司通过新产品创新、产品质量和有竞争力的价格建立了领先的市场地位。HOT 主要经营家居和美容与健康。HOT 经营稳健, 营业收入从 2017 年的 106 亿元增长至 2023 年的 144

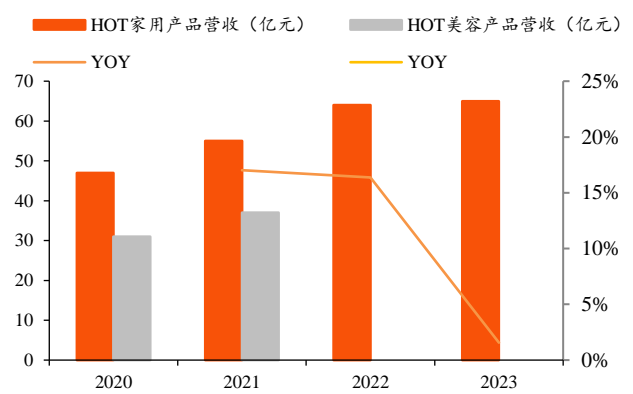
亿元，2017-2023 年 CAGR 约为 5.24%。HOT 家用产品营收从 2020 年的 47 亿元增长至 2023 年的 65 亿元，2020-2023 年 CAGR 为 11.41%。

图34:HOT 营业收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

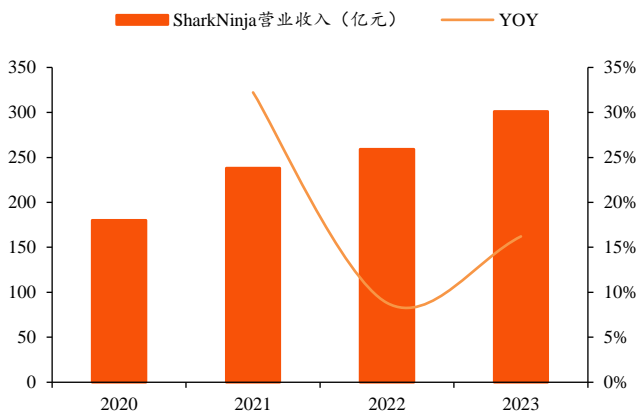
图35:HOT 家用、美容产品营收及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

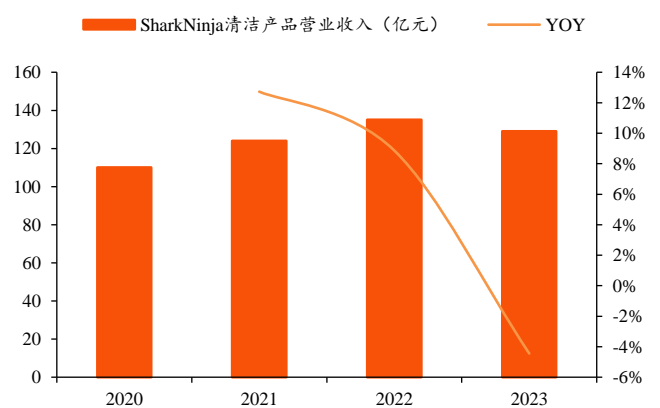
与 SharkNinja 达成战略合作，产品供应延伸至多元小家电。据公司 2023 年年报，公司新引进，国际知名小家电公司 SharkNinja（尚科宁家）开启战略合作，范围包括吹风机、吸尘器、风扇、空气净化器等产品，未来有望进一步加深合作关系。SharkNinja, Inc.是一家全球性产品设计和技术公司，为全球消费者提供创新的五星级生活方式解决方案。该公司已经建立了价值 20 亿美元的品牌，推动了其目前竞争的 27 个子类别的强劲增长和创新。SharkNinja 的清洁产品经营较为稳健，2020-2022 年清洁产品营收从 110 亿元增长至 135 亿元，2023 年略有下滑。

图36:SharkNinja 营业收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图37:SharkNinja 清洁产品营收及增速



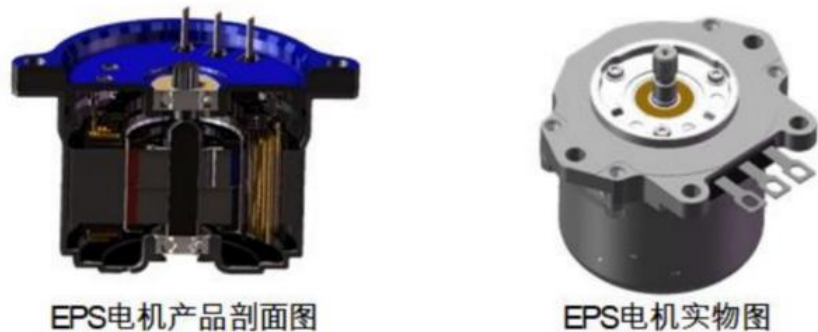
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

### 3. 受益于国产替代，EPS 电机、制动电机进入收获期

#### 3.1. 电动化、自动驾驶随风起，EPS 电机国产替代正当时

EPS 电机是电动助力转向系统的零部件，具有精度高的优势。据产业调研网，EPS 电机指的是电动助力转向系统(Electronic Power Steering System)中的电动机，EPS 是在传统机械转向系统的基础上，增加了传感器装置、电子控制装置和转向助力机构等，通过电子控制电动机（EPS 电机）产生助力进而实现转向的汽车转向系统，EPS 电机是伺服电机的一种，具有位置精度非常准确，机电时间常数小、线性度高、始动电压等特性，十分适合转向系统的控制。

图38:公司 EPS 电机产品



资料来源：德昌股份招股书，甬兴证券研究所

无刷电机较有刷电机消除了惯性力矩问题，稳定性更好，为当前 EPS 电机主流技术路线。据公司招股书，EPS 电机分为有刷电机和无刷电机，有刷电机优势是技术成熟、成本低廉，但其显著缺点是其绕组布置在转子侧，随着输出功率的增加，电机的惯性力矩增加，电机整体操作灵敏度会降低；无刷电机绕组位于定子侧，转子侧为磁体，不存在惯性力矩的问题，增强了电机的稳定性。随着无刷电机技术的不断成熟，成本不断降低，当前 EPS 电机基本以无刷电机为主。

表3:有刷电机与无刷电机优缺点比较

| EPS 电机类型 | 优点                                      | 缺点   |
|----------|---|--|
| 有刷电机     | 技术成熟、成本低廉。                              | 其绕组布置转子侧，随着输出功率的增加，电机的惯性力矩增加，电机整体操作灵敏度会降低。 |
| 无刷电机     | 其绕组位于定子侧，转子侧为磁体，因而不存在惯性力矩的问题，增强了电机的稳定性。 | 结构复杂。                                      |

资料来源：德昌股份招股书，甬兴证券研究所

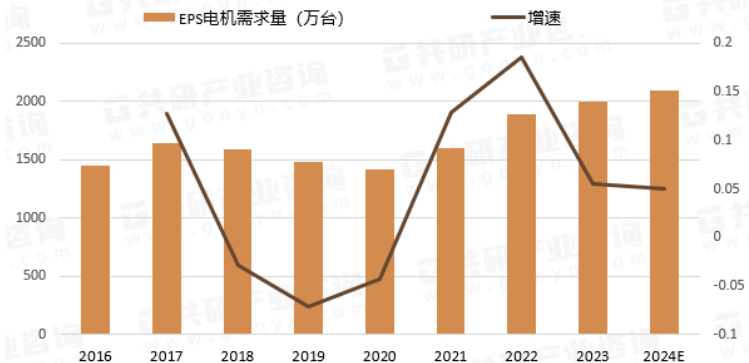
据公司招股书，EPS 电机行业具有以下进入壁垒：(1) 技术壁垒：EPS 电机精度要求较严格，生产技术要求较复杂，需求有相关专业背景的技术管理人员及成熟的工艺流程。(2) 客户壁垒：EPS 电机属于汽车核心安全件，整车厂及一级供应商采购态度审慎，对于成熟的供应商不会轻易切换。EPS

电机行业的客户集中度较高，客户对厂商的产品质量、报价、交付能力等方面要求严格且考核周期较长。稳定的客户关系是该行业的重要壁垒之一。**(3) 资金壁垒：**EPS 电机厂商需购置大批高精度的自动化生产设备，因此需要进行大规模的资金投入。

**电动化、智能化驱动 EPS 系统装车率提升，EPS 电机市场有望持续扩容。**据公司招股书，自动驾驶、电动汽车正逐步被消费者接受，EPS 系统作为自动驾驶系统的执行机构之一，有望受益于电子化零部件比例的快速提升。国内汽车行业的 EPS 系统在历史上普及略晚于欧美国家，但随着 EPS 技术的逐步迭代，其成本、性能优势及潜在的自动驾驶适配能力使其在国内乘用车中的渗透率持续提升。据中汽协数据，EPS 系统装车率从 2007 年的 6.96% 不断增长，至 2017 年已超过 60%。2018 年，全国 EPS 电机总需求已超过 1800 万套。未来随着国内汽车市场的复苏和 EPS 渗透率提升，EPS 电机的市场有望进一步扩大。

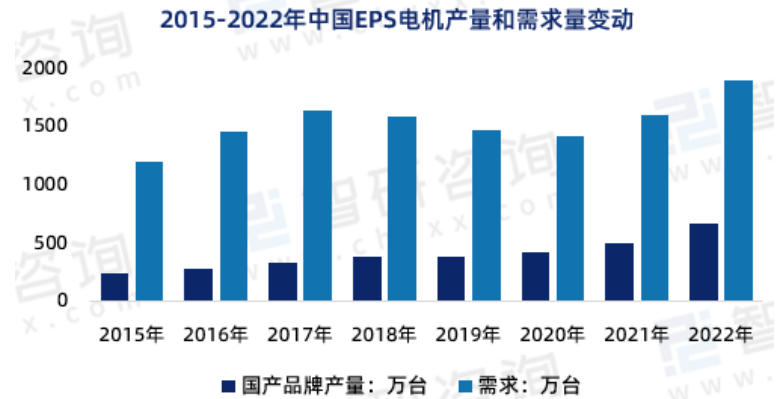
**外资品牌占据 EPS 电机主要市场份额，国产供应商实现突围，市场份额有望提升。**据产业调研网，从全球的 EPS 电机市场发展来看，日本是发展最早技术最为领先的国家，我国的 EPS 电机发展起步相对较晚，且受汽车转向系统，EPS 以及整个汽车工业发展落后的制约，一直以来在市场竞争中处于弱势地位。据公司招股书，日本电产公司、Mitsubishi 三菱、Yaskawa 安川、德国 SIEMENS 西门子、美国 ABB 等公司早在 80 年代便拥有针对汽车的专用电机设计分析、加工、检测和试验技术，逐步研制出了多种规格的 EPS 电机产品，并经历了长时间的市场验证，市场地位稳固。截至 2018 年，EPS 电机的进口比例（含合资）仍达 79.70%，部分国产厂商实现了 EPS 电机的国产化，代表厂商包括宁波德昌科技有限公司、福州泰全工业有限公司、株洲易力达机电有限公司、阜新德尔汽车部件股份有限公司、安徽广博机电制造股份有限公司等。据共研产业咨询，2022 年我国 EPS 电机需求量约为 1894.8 万台，同比增长 18.52%，其中中国产品牌 EPS 电机需求为 633.8 万台，占 EPS 电机总需求量的 33.4%；进口品牌 EPS 电机需求总量为 1261.0 万台，占 EPS 电机总需求的 66.6%。

图39:中国 EPS 电机需求量预测及增速



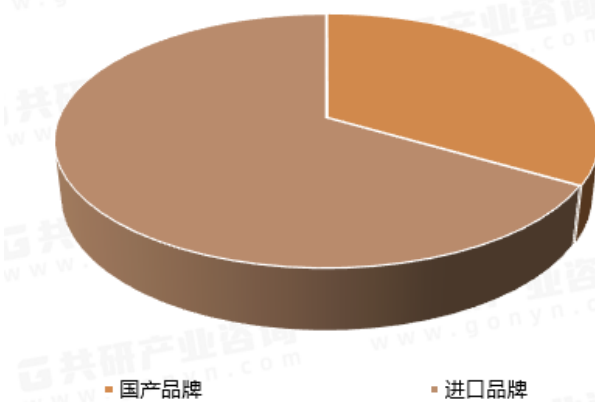
资料来源：共研产业咨询，甬兴证券研究所

图40:2015-2022 年中国 EPS 电机需求与国产品牌产量



资料来源: 智研咨询, 甬兴证券研究所

图41:2022 年中国 EPS 电机细分市场需求量占比



资料来源: 共研产业咨询, 甬兴证券研究所

### 3.2. EPS 电机、制动电机打造第二增长曲线，产能、订单高增长

**2017 年成立“德昌科技”，进军汽车 EPS 电机业务。** 2017 年，公司成立全资子公司“宁波德昌科技有限公司”，主要从事汽车电子助力转向系统 EPS 的研发、生产和销售。

**EPS 电机的研发制造能力突出：**据公司 2023 年年报，公司聘请了多位具有十多年 EPS 电机及制动电机经验的研发及管理人员，组建了专业团队进行 EPS 电机相关的技术研发创新工作，并投资建成了制动电机的数字化无人车间。据公司招股书，公司现已掌握 EPS 电机系列产品的核心技术及工艺，并已经投资建设了两条由专用设备组成的专用生产线和全套检验设备。通过公司 EPS 电机产品的布局，公司有望引领相关领域的国产替代突破，并实现自身经营规模及行业地位的进一步提升。

**EPS 电机、制动电机逐步导入量产，产能有望迎来放量。**据公司 2023 年年报，截至报告期末，汽车 EPS 电机、制动电机产能方面，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 电机和制动电机设计产能超过 300 万台。

**表4:公司 EPS 电机 IPO 募投项目**

| 项目概况                       | 总投资          | 预期效益  | 建设期 |
|----------------------------|--------------|---|-----|
| 德昌电机年产 300 万台 EPS 汽车电机生产项目 | 31,000.56 万元 | 项目达产年新增销售收入为 66,000.00 万元 (不含税), 年利润总额 13,925.85 万元 | 2 年 |

资料来源: 德昌股份招股书, 甬兴证券研究所

公司 EPS 电机、制动电机客户结构优质, 在手订单充足。公司是专业从事 EPS 无刷电机、制动电机的供应商, 已配套耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氮等国内外知名客户。据公司公告, 2023 年公司获取 EPS 电机和刹车电机 (即制动电机) 新定点项目 4 个, 全生命周期总销售金额超 14 亿元; 截至 2023 年末, 公司已累计实现 30 个汽车电机项目的定点, 其中, D-EPS、R-EPS 项目合计 11 个, 已实现量产项目 18 个; 2023 年公司获得耐世特 (北美) EPS 电机项目定点, 定点项目生命周期为 10 年, 预计总销售金额为 1.43 亿元, 计划于 2025 年 5 月开始量产, 公司应用于全球车型的耐世特 (欧洲) EPS 电机项目推进顺利, 已于 2023 年 5 月实现量产; 截至 2024 年 7 月 10 日, 已获得的定点项目全生命周期总金额约为 50.66 亿元。

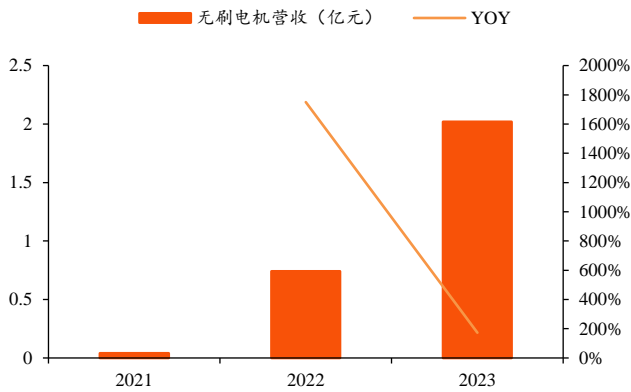
**表5:公司汽车电机项目定点情况梳理**

| 公告发布时间           | 客户                  | 产品     | 项目生命周期                               | 项目金额   | 预计量产时间                          |
|------------------|---------------------|--------|--------------------------------------|--|---------------------------------|
| 2022 年 7 月 15 日  | 采埃孚                 | EPS 电机 | 4 年                                  | 2 亿元   | 2023 年 8 月                      |
| 2022 年 9 月 14 日  | 上海同驭                | 制动电机   | 2023 年 12 月~2030 年 11 月              | 7.8 亿元   | 2023 年 12 月                     |
| 2022 年 9 月 14 日  | 捷太格特                | EPS 电机 | 2023 年 7 月~2031 年 6 月                | 3.8 亿元   | 2023 年 7 月                      |
| 2022 年 9 月 24 日  | 上海利氮                | 制动电机   | 2022 年 10 月~2025 年 12 月 (含开发周期 90 天) | 1.5 亿元   | —                               |
| 2022 年 10 月 13 日 | 耐世特                 | EPS 电机 | 2022 年~2027 年                        | 3.2 亿元   | —                               |
| 2022 年 11 月 10 日 | 耐世特                 | EPS 电机 | 2024 年~2031 年                        | 4 亿元   | —                               |
| 2023 年 7 月 14 日  | 采埃孚                 | EPS 电机 | 5 年                                  | 3.2 亿元   | 2024 年 4 月                      |
| 2023 年 10 月 10 日 | 采埃孚                 | EPS 电机 | 5 年                                  | 1.27 亿元  | 2025 年 1 月                      |
| 2023 年 12 月 21 日 | 耐世特                 | EPS 电机 | 10 年                                 | 1.43 亿美元 (约为 10.15 亿元, 公告日美元汇率为 1 美元对人民币 7.10 元) | 2025 年 5 月                      |
| 2024 年 2 月 6 日   | 汽车转向系统全球头部 Tier1 公司 | EPS 电机 | 4-7 年                                | 2.92 亿元  | 2024 年 5 月                      |
| 2024 年 3 月 28 日  | 汽车转向系统全球头部 Tier1 公司 | EPS 电机 | 6 年 (两个定点项目)                         | 2.74 亿元  | 分别在 2024 年 9 月、2025 年 2 月逐步开始量产 |
| 2024 年 7 月 10 日  | 国内某客户               | EPS 电机 | 10 年                                 | 8.08 亿元  | 2026 年 6 月                      |

资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

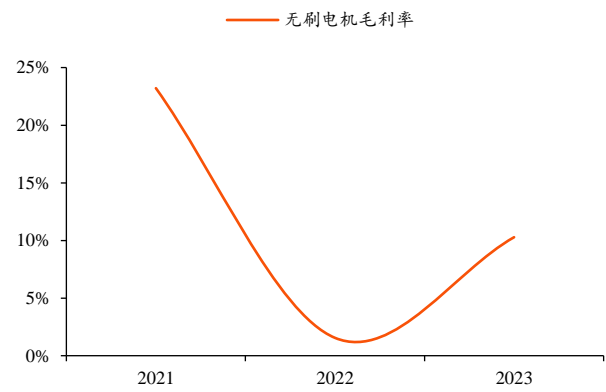
EPS 电机、制动电机业绩逐步释放, 营收呈现高增长态势, 2023 年毛利率较 2022 年显著增长。2021-2023 年无刷电机的营业收入分别为 0.04、0.74、2.02 亿元, 2021-2023 年无刷电机毛利率分别为 23.21%、1.55%、10.28%。我们认为, 经过多年的技术攻坚和客户沉淀, 公司 EPS 电机、制动电机业务逐渐呈现放量态势, 随着 EPS 电机、制动电机的在手订单逐步投产交付, 未来有望维持增长。

图42:无刷电机营收及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图43:无刷电机业务毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 4. 凭借 EPS 电机竞争优势，进军机器人驱动电机领域

### 4.1. 无框力矩电机为机器人关节重要零部件

**无框力矩电机知多少？** (1) **无框力矩电机的概念定义：**据步科股份官网，无框力矩电机是一种新型力矩电机，转为需求体积小、重量轻、惯量低、结构紧凑、功率高的应用场景而设计，适配性强，在机器人关节、医疗机器人、传感器万向节、无人机推进和制导系统以及其他领域有着广泛的应用场景。(2) **无框力矩电机结构组成：**从结构上看，无框力矩电机由密封的定子外环和永磁体转子组成，适配工作环境是由客户提供固定定子外环的外壳，转子则直接与负载转轴嵌合。<sup>1</sup> (3) **无框力矩电机的特性和优势：**没有机壳、配置灵活、安装方便、符合驱动系统高度集成化趋势；负载能力强、能效高移动速度快、运动控制平稳；更高的精度、更大的带宽、高可靠性且免维护、部件更少、成本更优。(3) **无框力矩电机的壁垒：**①**技术壁垒：**磁路和工艺设计、需要低电压环境下输出大功率；②**价格竞争：**生产规模效应、创新的制造工艺、成本优势、高性价比；③**产品丰富度：**产品规格、尺寸、功率覆盖面满足不同客户需求。(4) **无框力矩电机主要供应商：**无框力矩电机的代表性产品包括美国科尔摩根的 TBM (S) 无框力矩电机、Parker 公司的 K 系列无框伺服电机、Aerotech 公司的 S-series 高性能无框力矩电机、Alliedmotion 公司的无框力矩电机等。<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 《基于 DSP 的无框力矩电机驱动器硬件电路设计》(教潘, 潘松峰, 2020)

<sup>2</sup> 《机器人用无框电机技术研究》(郭喜彬, 赵青等, 2018)

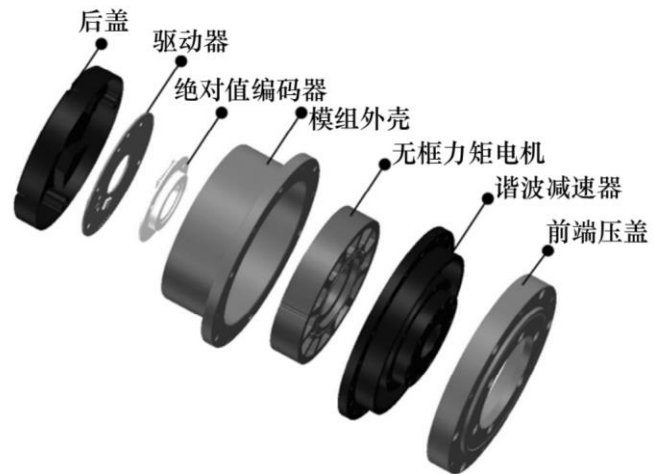
图44:科尔摩根 TBM2G 系列无框力矩电机



资料来源：科尔摩根，甬兴证券研究所

**小型工业机器人的发展趋势：**(1) 中国机器人市场中有近 70%的份额被瑞典 ABB、日本 FUNAC、德国 KUKA、日本安川 4 家企业占据，特别是在负重机器人领域，而在轻量型工业机器人却是一个充满机会的新发展领域。<sup>3</sup> (2) 由于政策因素、技术因素、人口因素等影响，小型工业机器人产业持续蓬勃发展。我国小型工业机器人向着高速、重载、轻量化和智能化、模块化方向发展。<sup>4</sup>

图45:机器人关节模组



资料来源：《机器人一体化关节模组驱控系统设计》(焦露等，2023)，甬兴证券研究所

**无框力矩电机的市场规模与竞争格局：**人形机器人有望带动力矩电机市场规模快速增长。根据研究公司 Technavio 数据，2023 年全球力矩电机市场规模增长 6.95%至 6.57 亿美元，市场空间较小。未来随着人形机器人逐步放量，无框力矩电机市场规模有望快速增长。若以 2030 年人形机器人出货量达 100 万台，同时无框力矩电机产品单价下降一半到 500 元/台来估

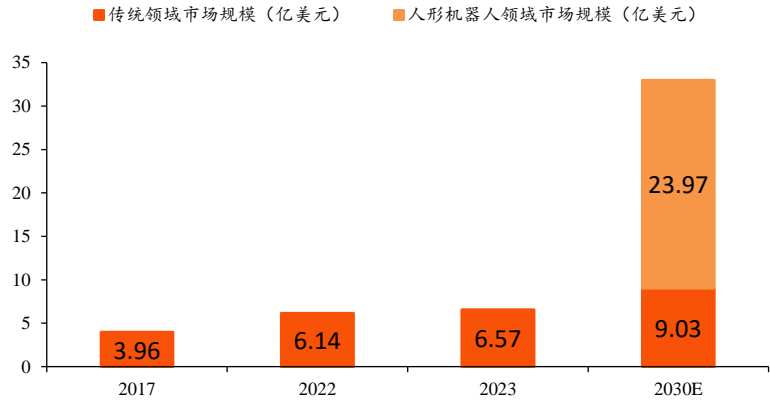
<sup>3</sup> 《基于 DSP 的无框力矩电机驱动器硬件电路设计》(教潘，潘松峰，2020)

<sup>4</sup> 《小型工业机器人的智能化应用趋势研究》(刘蕊，2018)



算，预计人形机器人领域无框力矩电机市场空间将达到 23.97 亿美元，叠加传统领域市场空间的平稳增长，总市场规模有望达到 33 亿美元。

图46:全球无框力矩电机市场规模



资料来源: Technavio, 立鼎产业研究院, 甬兴证券研究所

#### 4.2. 优必选领衔筹建人形机器人创新中心, 公司拟参股并承担机器人电机研发工作

优必选领衔筹建广东省人形机器人制造业创新中心, 联合产业链共同推动人形机器人产业发展。据南方日报, 2023 年 6 月, 《深圳市加快推动人工智能高质量发展高水平应用行动方案(2023-2024 年)》发布, 覆盖算力平台、大模型及各类应用场景等层面, 显示出政府对于发展人工智能产业的信心与决心。《行动方案》提出, 深圳要实施核心技术攻关载体扶持计划, 支持科研机构与企业共建 5 家以上人工智能联合实验室, 加快组建广东省人形机器人制造业创新中心。据记者了解, 优必选已获批筹建广东省人形机器人制造业创新中心, 截至 2023 年 6 月 8 日, 创新中心仍在筹建中。优必选联合多家行业重点研究机构及企业共同参与创新中心建设。创新中心将依托广东省人形机器人产业优势基础形成突破式创新。

图47:优必选人形机器人 Walker S



资料来源: 优必选, 甬兴证券研究所

公司拟参股设立“深圳人形机器人国创中心有限公司”，将电机优势延伸至人形机器人领域。据公司公告，2023年10月24日，公司董事会会议审议通过《关于对外投资设立合资公司的议案》。公司拟与五家产业相关企业开展战略合作，共同建设广东省人形机器人创新中心，设立“深圳人形机器人国创中心有限公司”，作为创新中心的实际运营载体。合资公司注册资本为6500万元，其中公司出资500万元，持股比例为7.69%。公司在创新中心主要承担人形机器人电机相关领域技术研发，承担本领域国家及省市委派的科研任务，主要负责创新中心“结构与驱动研究所”（与其他单位合作），并提供人形机器人电机领域高端人才个专家支持。我们认为，公司的EPS电机属于汽车中要求较高的安全件之一、存在一定的技术壁垒，和人形机器人的无框力矩电机同属于扭矩精密控制电机，具备较强的技术迁移性。

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1. 收入拆分及预测

**主营业务驱动因素：**公司主营吸尘器、小家电代工，下游客户主要为TTI、HOT、SharkNinja等海外知名品牌厂商，与海外家电消费景气度相关性较强。公司还经营汽车EPS电机、制动电机的研发、生产、销售，下游客户为国内外汽车零部件供应商（如：耐世特、采埃孚、捷太格特等），受益于汽车EPS系统的装车率提升、汽车EPS电机、制动电机的国产替代。

**关键假设如下：**

**（1）吸尘器业务：**随着吸尘器出口景气回暖，公司战略大客户结束去库存，并且公司顺利开拓新客户SharkNinja，预计2024-2026年吸尘器营业收入同比增长分别为+18.9%、+17.0%、+15.9%。公司吸尘器业务绑定海外优质客户，长期合作产生较强的客户粘性，具备优秀的成本控制能力。随着德昌电机越南工厂380万台吸尘器项目正式投产，公司吸尘器产能向低成本地区转移有望夯实盈利能力。预计2024-2026年吸尘器业务毛利率分别为17.1%、16.0%、14.0%。

**（2）小家电业务：**公司顺利拓展客户HOT、SharkNinja，客户结构得以改善，小家电品类进一步丰富。我们认为，由于2023年引入新客户SharkNinja，2023年SharkNinja小家电代工收入存在低基数效应，预计2024年小家电营业收入同比增长分别为+37.8%；后续随着双方合作加深，代工份额有望提升，但增速预计会趋缓。类比行业增速，据海关总署统计，2024年1-5月家电累计出口金额同比+14.0%，预计2025-2026年小家电营业收入同比增长分别为+15.0%、+10.0%。我们认为，公司导入新客户、丰富产品品类，有助于提升公司小家电的盈利能力。公司越南厂区年产300万台小家电建设项目、国内年产734万台小家电建设项目持续投产爬坡，有望产生

规模效应。预计 2024-2026 年小家电业务毛利率分别为 23.5%、22.0%、20.0%。

**(3) 汽车电机业务：**公司供应国内外优秀 Tier.1，在手订单充足且逐步导入量产，综合公司规划产能（300 万台/年，设计产值 6.6 亿元/年（不含税）），预计 2024-2026 年营业收入同比增长分别为+98.4%、+30%、+26.9%。我们认为，随着汽车 EPS 电机、制动电机产能爬坡，固定成本有望摊薄，原材料议价能力有望提升。预计 2024-2026 年汽车电机业务毛利率分别为 18.0%、16.0%、14.0%。

综上，我们预计 2024-2026 年营收分别为 35.85、43.88、52.70 亿元，同比增长分别为+29.2%、+22.4%、+20.1%，综合毛利率分别为 19.7%、21.7%、23.1%。

**表6:公司收入拆分预测表**

| 吸尘器       | 2021  | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2245  | 1383   | 1631   | 1940   | 2269  | 2628  |
| YOY       |       | -38.4% | 18.0%  | 18.9%  | 17.0% | 15.9% |
| 毛利率       | 17.8% | 16.2%  | 17.1%  | 17.1%  | 16.0% | 14.0% |
| 小家电       | 2021  | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
| 营业收入（百万元） | 438   | 379    | 822    | 1133   | 1303  | 1434  |
| YOY       |       | -13.6% | 117.2% | 37.8%  | 15.0% | 10.0% |
| 毛利率       | 18.2% | 17.9%  | 23.0%  | 23.5%  | 22.0% | 20.0% |
| 电机        | 2021  | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
| 营业收入（百万元） | 8     | 74     | 202    | 400    | 520   | 660   |
| YOY       |       | 775.0% | 171.7% | 98.4%  | 30.0% | 26.9% |
| 毛利率       | 5.3%  | 1.5%   | 10.3%  | 18.0%  | 16.0% | 14.0% |
| 其他主营业务    | 2021  | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
| 营业收入（百万元） | 15    | 24     | 27     | 31     | 34    | 36    |
| YOY       |       | 58.2%  | 14.8%  | 12.0%  | 10.0% | 8.0%  |
| 毛利率       | 3.5%  | 30.8%  | 35.3%  | 33.0%  | 33.0% | 33.0% |
| 其他业务      | 2021  | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
| 营业收入（百万元） | 135   | 79     | 93     | 81     | 84    | 80    |
| YOY       |       | -41.8% | 17.7%  | -12.1% | 2.8%  | -4.6% |
| 毛利率       | 50.9% | 56.4%  | 34.4%  | 34.0%  | 33.0% | 32.0% |
| 汇总        | 2021  | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
| 营业收入（百万元） | 2842  | 1938   | 2775   | 3585   | 4388  | 5270  |
| YOY       |       | -31.8% | 43.2%  | 29.2%  | 22.4% | 20.1% |
| 综合毛利率     | 19.3% | 17.8%  | 19.1%  | 19.7%  | 21.7% | 23.1% |

资料来源：Wind，公司公告，甬兴证券研究所

## 5.2. 投资建议

我们采用可比公司估值法，选择以下公司作为可比公司：**1) 富佳股份：**公司主要从事吸尘器、扫地机器人等清洁类小家电及无刷电机等产品的研发、设计、生产与销售，同时还拓展了储能相关业务；**2) 莱克电气：**公司主营清洁家电、净水器，同时还拓展了新能源汽车和太阳能铝合金精密零部件业务；**3) 三花智控：**公司主营空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、换热器等，下游应用场景包括空调家电、汽车热管理系统；**4) 拓普集团：**公司主要从事汽车 NVH 领域橡胶减震产品和隔音产品的研发、生产与销售，横向拓展了机器人电驱执行器等业务；**5) 步科股份：**公司在智能物流、医疗影像、服务机器人、磁悬浮电机驱动、工业无人机、食品/服装数字化工

厂等领域引领创新，取得了一定的竞争优势。

公司是中国十大吸尘器出口企业、浙江省绿色工厂、浙江省隐形冠军培育企业。公司依托电机领域的技术优势，深度布局小家电和汽车零部件领域。公司受益于吸尘器出口景气回暖，汽车 EPS 电机、制动电机国产替代，前瞻布局人形机器人领域。随着新客户、新产品持续开拓，未来业绩有望持续增长。我们预计 2024-2026 年营收分别为 35.85、43.88、52.70 亿元，同比增长分别为 29.2%、22.4%、20.1%。归母净利润分别为 4.17、5.19、6.38 亿元，同比增长分别为 29.5%、24.5%、22.9%，对应 EPS 分别为 1.12、1.39、1.71 元，对应 PE 分别为 14.22、11.42、9.30。考虑到公司家电业务持续拓展新客户、新品类，同时汽车 EPS 电机、制动电机业务在手订单饱满，有望持续兑现业绩，且公司拟参股设立深圳人形机器人国创中心有限公司，有望进一步发挥无刷电机领域的技术优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7:可比公司估值

| 股票代码      | 公司简称     | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|----------|---------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |          |         | 2023A      | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 603219.SH | 富佳股份 (*) | 83      | 2.61       | 3.11  | 3.52  | 4.02  | 29.15 | 26.80 | 23.67 | 20.74 |
| 603355.SH | 莱克电气 (*) | 124     | 11.17      | 12.18 | 13.80 | 16.00 | 11.46 | 10.15 | 8.96  | 7.73  |
| 002050.SZ | 三花智控 (*) | 637     | 29.21      | 35.27 | 42.21 | 49.95 | 37.57 | 18.06 | 15.09 | 12.76 |
| 601689.SH | 拓普集团 (*) | 553     | 21.51      | 29.16 | 37.96 | 46.48 | 37.66 | 18.96 | 14.56 | 11.90 |
| 688160.SH | 步科股份 (*) | 29      | 0.61       | 0.83  | 1.06  | 1.34  | 80.53 | 34.83 | 27.26 | 21.58 |
|           | 平均       |         |            |       |       |       | 39.27 | 21.76 | 17.91 | 14.94 |
| 605555.SH | 德昌股份     | 59      | 3.22       | 4.17  | 5.19  | 6.38  | 26.26 | 14.22 | 11.42 | 9.30  |

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

注: 市值为 2024 年 8 月 29 日收盘市值, “(\*)” 为可比公司, 其归母净利润均采用 Wind 一致预期。

## 6. 风险提示

- (1) 家电消费需求不及预期:** 若海外家电消费需求不及预期, 或将影响公司吸尘器、家电代工业务的收入。
- (2) 原材料价格上涨:** 若大宗原材料价格大幅上涨, 或将对公司产品的盈利能力产生不利影响。
- (3) 新产品交付进度不及预期:** 若新产品交付进度不及预期, 或将影响公司主营业务的收入。
- (4) 汇率大幅波动:** 公司外销业务占比较高, 若汇率大幅波动, 或将影响公司业务的稳健经营。

| 资产负债表          |              | 单位：百万元       |              |              |              |  |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 至 12 月 31 日    | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |  |
| <b>流动资产</b>    | <b>2,918</b> | <b>2,984</b> | <b>3,615</b> | <b>4,256</b> | <b>5,019</b> |  |
| 货币资金           | 1,763        | 1,134        | 1,199        | 1,309        | 1,500        |  |
| 应收及预付          | 688          | 931          | 1,224        | 1,496        | 1,795        |  |
| 存货             | 254          | 376          | 480          | 573          | 676          |  |
| 其他流动资产         | 213          | 543          | 712          | 878          | 1,048        |  |
| <b>非流动资产</b>   | <b>863</b>   | <b>1,289</b> | <b>1,487</b> | <b>1,625</b> | <b>1,799</b> |  |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| 固定资产           | 340          | 806          | 878          | 992          | 1,134        |  |
| 在建工程           | 189          | 95           | 55           | 35           | 25           |  |
| 无形资产           | 142          | 139          | 162          | 178          | 190          |  |
| 其他长期资产         | 192          | 250          | 392          | 419          | 449          |  |
| <b>资产总计</b>    | <b>3,782</b> | <b>4,273</b> | <b>5,101</b> | <b>5,881</b> | <b>6,818</b> |  |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,159</b> | <b>1,430</b> | <b>1,944</b> | <b>2,311</b> | <b>2,716</b> |  |
| 短期借款           | 350          | 0            | 180          | 205          | 235          |  |
| 应付及预收          | 649          | 1,111        | 1,359        | 1,623        | 1,914        |  |
| 其他流动负债         | 160          | 320          | 405          | 482          | 567          |  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>85</b>    | <b>111</b>   | <b>131</b>   | <b>154</b>   | <b>177</b>   |  |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| 其他非流动负债        | 85           | 111          | 131          | 154          | 177          |  |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,244</b> | <b>1,541</b> | <b>2,075</b> | <b>2,465</b> | <b>2,894</b> |  |
| 股本             | 266          | 372          | 372          | 372          | 372          |  |
| 资本公积           | 1,404        | 1,298        | 1,298        | 1,298        | 1,298        |  |
| 留存收益           | 856          | 1,045        | 1,349        | 1,738        | 2,246        |  |
| 归属母公司股东权益      | 2,537        | 2,732        | 3,027        | 3,416        | 3,924        |  |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>3,782</b> | <b>4,273</b> | <b>5,101</b> | <b>5,881</b> | <b>6,818</b> |  |

| 利润表             |              | 单位：百万元       |              |              |              |  |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 至 12 月 31 日     | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |  |
| <b>营业收入</b>     | <b>1,938</b> | <b>2,775</b> | <b>3,585</b> | <b>4,388</b> | <b>5,270</b> |  |
| 营业收入            | 1,938        | 2,775        | 3,585        | 4,388        | 5,270        |  |
| 营业成本            | 1,593        | 2,245        | 2,877        | 3,438        | 4,054        |  |
| 营业税金及附加         | 14           | 14           | 18           | 22           | 26           |  |
| 销售费用            | 9            | 11           | 16           | 24           | 34           |  |
| 管理费用            | 99           | 122          | 125          | 189          | 258          |  |
| 研发费用            | 81           | 101          | 125          | 182          | 240          |  |
| 财务费用            | -179         | -83          | -13          | -10          | -10          |  |
| 资产减值损失          | -5           | -3           | 0            | 0            | 0            |  |
| 公允价值变动收益        | 1            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| 投资净收益           | 8            | 1            | 23           | 29           | 34           |  |
| <b>营业利润</b>     | <b>328</b>   | <b>364</b>   | <b>471</b>   | <b>587</b>   | <b>720</b>   |  |
| 营业外收支           | -4           | -1           | -2           | -2           | -2           |  |
| <b>利润总额</b>     | <b>324</b>   | <b>363</b>   | <b>470</b>   | <b>585</b>   | <b>719</b>   |  |
| 所得税             | 25           | 41           | 53           | 66           | 81           |  |
| <b>净利润</b>      | <b>299</b>   | <b>322</b>   | <b>417</b>   | <b>519</b>   | <b>638</b>   |  |
| 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>299</b>   | <b>322</b>   | <b>417</b>   | <b>519</b>   | <b>638</b>   |  |
| EBITDA          | 211          | 383          | 614          | 757          | 924          |  |
| EPS (元)         | 0.80         | 0.87         | 1.12         | 1.39         | 1.71         |  |

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

| 现金流量表          |              | 单位：百万元       |              |              |              |  |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 至 12 月 31 日    | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |  |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>346</b>   | <b>469</b>   | <b>422</b>   | <b>591</b>   | <b>733</b>   |  |
| 净利润            | 299          | 322          | 417          | 519          | 638          |  |
| 折旧摊销           | 70           | 103          | 157          | 181          | 215          |  |
| 营运资金变动         | 111          | 65           | -132         | -91          | -96          |  |
| 其它             | -134         | -21          | -20          | -19          | -24          |  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-392</b>  | <b>-638</b>  | <b>-433</b>  | <b>-391</b>  | <b>-455</b>  |  |
| 资本支出           | -363         | -337         | -242         | -318         | -387         |  |
| 投资变动           | -29          | -297         | -100         | -100         | -100         |  |
| 其他             | 0            | -5           | -92          | 26           | 32           |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>154</b>   | <b>-507</b>  | <b>60</b>    | <b>-90</b>   | <b>-86</b>   |  |
| 银行借款           | 257          | -350         | 180          | 25           | 30           |  |
| 股权融资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| 其他             | -103         | -157         | -120         | -115         | -116         |  |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>208</b>   | <b>-653</b>  | <b>65</b>    | <b>109</b>   | <b>192</b>   |  |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>1,528</b> | <b>1,737</b> | <b>1,084</b> | <b>1,149</b> | <b>1,258</b> |  |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>1,737</b> | <b>1,084</b> | <b>1,149</b> | <b>1,258</b> | <b>1,450</b> |  |

**主要财务比率**

| 至 12 月 31 日     | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入增长          | -31.8% | 43.2%  | 29.2%  | 22.4%  | 20.1%  |
| 营业利润增长          | -0.7%  | 11.0%  | 29.4%  | 24.4%  | 22.8%  |
| 归母净利润增长         | -0.7%  | 7.9%   | 29.5%  | 24.5%  | 22.9%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 17.8%  | 19.1%  | 19.7%  | 21.7%  | 23.1%  |
| 净利率             | 15.4%  | 11.6%  | 11.6%  | 11.8%  | 12.1%  |
| ROE             | 11.8%  | 11.8%  | 13.8%  | 15.2%  | 16.3%  |
| ROIC            | 4.4%   | 8.8%   | 12.2%  | 13.6%  | 14.6%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 32.9%  | 36.1%  | 40.7%  | 41.9%  | 42.4%  |
| 净负债比率           | -53.6% | -38.3% | -30.1% | -28.4% | -28.3% |
| 流动比率            | 2.52   | 2.09   | 1.86   | 1.84   | 1.85   |
| 速动比率            | 2.24   | 1.72   | 1.49   | 1.47   | 1.47   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.52   | 0.69   | 0.76   | 0.80   | 0.83   |
| 应收账款周转率         | 2.57   | 3.57   | 3.50   | 3.45   | 3.42   |
| 存货周转率           | 5.42   | 7.13   | 6.73   | 6.53   | 6.49   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.80   | 0.87   | 1.12   | 1.39   | 1.71   |
| 每股经营现金流         | 1.30   | 1.26   | 1.13   | 1.59   | 1.97   |
| 每股净资产           | 9.54   | 7.34   | 8.13   | 9.17   | 10.54  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 25.38  | 26.26  | 14.22  | 11.42  | 9.30   |
| P/B             | 2.13   | 3.11   | 1.96   | 1.74   | 1.51   |
| EV/EBITDA       | 19.14  | 19.46  | 8.18   | 6.56   | 5.22   |

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

|                |   |
|----------------|---|
| <b>股票投资评级：</b> | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。             |
| 买入             | 股价表现将强于基准指数 20%以上   |
| 增持             | 股价表现将强于基准指数 5-20%   |
| 中性             | 股价表现将介于基准指数±5%之间  |
| 减持             | 股价表现将弱于基准指数 5%以上  |
| <b>行业投资评级：</b> | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持             | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数  |
| 中性             | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平   |
| 减持             | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数  |

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。