

2026 年 06 月 12 日

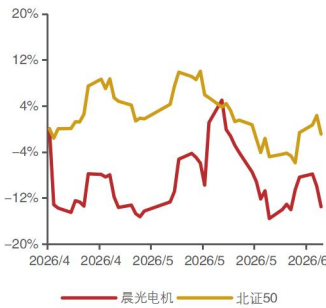
投资评级： 增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 06 月 10 日
收盘价 (元)	25.11
一年内最高/最低 (元)	32.05/24.01
总市值 (百万元)	2,075.76
流通市值 (百万元)	467.05
总股本 (百万股)	82.67
资产负债率 (%)	33.63
每股净资产 (元/股)	10.27

资料来源：聚源数据

晨光电机 (920011.BJ)

——清洁电器微特电机领域“小巨人”，无刷化升级+产业链延伸布局有望打开成长空间

投资要点：

- **深耕微特电机产品领域，2026Q1 营收同比增长 3%**。公司专业从事微特电机的研发、生产和销售，产品主要应用于以吸尘器为主的清洁电器领域。凭借丰富的生产经验和深厚的技术积淀，公司能够为客户提供适用于多种应用场景的交流串激电机、直流无刷电机、直流有刷电机，在清洁电器微特电机细分市场具有较强的竞争力。除清洁电器领域外，公司产品也应用于电动工具及其他领域。公司主要采取直销模式，下游客户主要为清洁电器品牌商及 OEM/ODM 厂商。此外，公司还通过贸易商销往清洁电器制造商或售后服务市场。2023-2025 年公司对前五大客户合计销售收入占比从 26.9%降至 25.7%，2025 年凯特立为公司第一大客户。2025 年，公司实现营业收入 9.20 亿元（yoy+11.30%）；实现归母净利润 9,349 万元（yoy+18.90%）。2026Q1 公司实现营业收入 2.02 亿元（yoy+2.94%）、归母净利润 1,589 万元（yoy-16.10%）。
- **2025 年公司交流串激电机和直流无刷电机营收同比分别增长 9%和 18%，主要系下游清洁电器市场需求增长。业务结构：**公司业务主要分为交流串激电机、直流无刷电机和直流有刷电机三大类，2025 年分别实现营收 5.59 亿元（yoy+9.46%）、2.83 亿元（yoy+18.49%）和 6590 万元（yoy+0.17%），公司交流串激电机和直流无刷电机营收有所增长主要系随着清洁电器市场需求增长，公司紧密围绕客户需求，丰富产品应用领域，不断积累与开拓客户资源。**毛利率：**2025 年交流串激电机、直流无刷电机和直流有刷电机毛利率分别为 15.14%（yoy-0.72pcts）、26.25%（yoy-0.66pcts）和 24.80%（yoy+1.62pcts），整体毛利率略有下滑，主要受产品销售单价波动、原材料价格波动、用工成本上升、产品结构变动等因素影响。近年来，公司持续落实拓展新场景、开发新客户的规划，在巩固传统清洁电器市场地位的同时，积极把握市场机遇，顺应市场需求拓展新型应用场景，已进一步加强对智能扫地机基站，布艺清洗机、除螨仪、宠物护理仪等新型清洁电器，以及杆式吸尘器、随手吸等产品的市场开拓力度，成功进入多家行业头部品牌的供应链体系，顺利实现了客户结构的优化与产品应用场景的有效拓展。
- **预计 2025-2029 年全球家用吸尘器销量 CAGR 将为 3.32%，公司在清洁电器微特电机细分领域具有较强的竞争力。**微特电机作为基础电子元器件，覆盖面广、下游关联企业众多，目前微特电机的应用领域已经覆盖了消费电子、家用电器、医疗器械、汽车电子、航空航天、军事装备和工业控制等板块。应用领域的持续拓展，驱动全球微特电机产业规模的迅速扩张。根据公司年报，2024 年全球微特电机市场规模已达到 493 亿美元；预计全球微特电机市场规模或将以 5.76%的年复合增长率持续增长，预计到 2029 年将达到 664 亿美元。公司所生产的微特电机产品广泛应用于以吸尘器为主的清洁电器领域。随着全球人口规模增长和经济发展，吸尘器市场规模总体呈稳步上升趋势。根据欧睿国际的数据统计及预测，2025 年至 2029 年，全球家用吸尘器销量或将从 1.54 亿台上上升到 1.76 亿台，复合增长率为 3.32%。**竞争格局方面，该细分领域以国内生产商竞争为主，与国际生产商的正面竞争相对有限。**国内具备规模化量产并长期专注于电机生产、销售的企业相对较少，因此公司以及部分清洁电器微特电机代表性企业，依托成熟的工艺体系、严格的质量管控与稳定的交付能力，**在清洁电器微特电机市场具有较强的竞争力。**

- **2025 年研发投入 3,130 万元 (yoy+13%)，掌握非线性磁链观测器实现零速闭环启动等核心技术。**公司自成立以来始终坚持“以技术创新为驱动”的经营理念，持续研究行业内的先进技术，2025 年研发投入资金 3,130 万元 (yoy+13%)，研发人数从年初的 122 人大幅增至年末的 141 人。**技术储备方面**，公司已掌握了非线性磁链观测器实现零速闭环启动技术、直流无刷电机转矩脉动抑制技术、直流无刷吸尘器电机结构一体化集成技术、基于 DSP 技术的直流无刷电机控制技术、直流无刷电机驱动板控制功能的集成技术、直流无刷吸尘器电机扁平化设计技术、动叶轮叶顶斜切技术降低电机噪音、电机高速离心风叶一体化结构技术等核心技术，广泛应用于公司各类产品及生产环节。截至 2025 年末，公司拥有专利 78 项，其中发明专利 8 项。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 0.96/1.06/1.17 亿元，对应 PE 分别为 22/20/18 倍。我们选取江苏雷利、三协电机、卧龙电驱为可比公司，可比公司 2026PE 均值为 53X。公司是清洁电器微特电机细分领域的国家级专精特新“小巨人”龙头，受益扫地机器人/洗地机等智能清洁电器高景气，已切入石头科技、云鲸等头部客户供应链，同时，直流无刷电机占比提升驱动产品结构升级，募投扩产永磁无刷电机并延伸电池包/PCB 驱动板实现产业链一体化，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游客户行业集中风险、宏观经济波动风险、国际形势变化的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	827	920	997	1,105	1,223
同比增长率（%）	16.05%	11.30%	8.37%	10.86%	10.68%
归母净利润（百万元）	79	93	96	106	117
同比增长率（%）	-20.84%	18.90%	2.87%	9.76%	11.21%
每股收益（元/股）	0.95	1.13	1.16	1.28	1.42
ROE（%）	17.18%	16.88%	9.91%	9.81%	9.84%
市盈率（P/E）	26.40	22.20	21.58	19.66	17.68

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	124	362	335	398
应收票据及账款	402	426	457	489
预付账款	1	1	1	1
其他应收款	1	1	1	1
存货	64	66	69	70
其他流动资产	38	41	44	48
流动资产总计	630	896	907	1,007
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	110	191	314	474
在建工程	115	210	218	112
无形资产	30	31	32	34
长期待摊费用	2	2	3	2
其他非流动资产	96	99	100	101
非流动资产合计	352	532	667	723
资产总计	982	1,428	1,574	1,731
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	296	314	340	365
其他流动负债	116	127	141	155
流动负债合计	412	441	481	521
长期借款	3	4	4	3
其他非流动负债	13	13	13	13
非流动负债合计	16	17	17	16
负债合计	428	458	498	537
股本	62	83	83	83
资本公积	264	563	563	563
留存收益	228	325	430	548
归属母公司权益	554	970	1,076	1,193
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	554	970	1,076	1,193
负债和股东权益合计	982	1,428	1,574	1,731

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	93	82	92	103
折旧与摊销	16	25	40	59
财务费用	0	-1	-1	-1
投资损失	-3	-4	-5	-5
营运资金变动	-18	0	3	2
其他经营现金流	10	16	15	16
经营性现金净流量	98	119	145	174
投资性现金净流量	-132	-203	-172	-112
筹资性现金净流量	-5	322	1	0
现金流量净额	-40	238	-26	63

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	920	997	1,105	1,223
营业成本	742	807	894	988
税金及附加	4	5	5	6
销售费用	11	11	12	13
管理费用	37	39	44	49
研发费用	31	34	38	42
财务费用	0	-1	-1	-1
资产减值损失	-3	-3	-3	-4
信用减值损失	0	-5	-5	-6
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3	4	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	11	9	10	10
营业利润	106	106	119	132
营业外收入	0	3	1	1
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	106	109	120	133
所得税	13	13	14	16
净利润	93	96	106	117
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	93	96	106	117
EPS(元)	1.13	1.16	1.28	1.42

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	11.30%	8.37%	10.86%	10.68%
营业利润增长率	20.01%	0.13%	11.80%	11.09%
归母净利润增长率	18.90%	2.87%	9.76%	11.21%
经营现金流增长率	47.67%	22.33%	21.35%	20.07%
盈利能力				
毛利率	19.32%	19.09%	19.15%	19.26%
净利率	10.16%	9.65%	9.55%	9.60%
ROE	16.88%	9.91%	9.81%	9.84%
ROA	9.52%	6.73%	6.71%	6.78%
估值倍数				
P/E	22.20	21.58	19.66	17.68
P/S	2.26	2.08	1.88	1.70
P/B	3.75	2.14	1.93	1.74
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	17	13	12	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。