

银都股份 (603277.SH)

买入 (首次评级)

软硬实力兼备的商用餐饮设备龙头，智能化新产品+全球化布局彰显优势

投资要点:

银都股份：商用餐饮设备龙头，海外布局超前

公司深耕商用餐饮设备领域，出海时间较早并且持续布局海外销售点。公司2012年开始布局英美市场，2014-2019年先后又在法国、德国、意大利、澳大利亚、加拿大设立子公司，形成了公司全球布局的雏形。近年来，公司持续扩增海外布局，并不断丰富产品品类，为持续增长注入新动力。2013-2023年公司营收CAGR 16%，归母净利润CAGR 20%。

餐饮市场：24年美国餐饮行业增速放缓，8月边际改善

美国餐饮行业来看，不论是行业增加值还是行业收入，在疫情后经历了一段高速增长时期，随后逐步回归正常增速。据NRA统计的美国餐饮业健康状况指标(RPI)月度数据，2024年美国餐饮行业处于收缩状态，但8月份边际改善，RPI在2024年8月份为98.6，较7月份的97.7上涨了1.0%，拆解RPI指数，8月份增长主要来自于销售指标和客流指标的环比提升。此外，在餐饮业整体收缩的背景下，资本支出的预期也环比+0.3%，资本支出增长有望带动设备销售。

竞争优势：软硬实力兼备，新产品+海外布局彰显优势

银都股份在海外的快速增长，一方面得益于优质的产品硬实力，另一方面得益于全球化布局的营销软实力。产品方面，公司积极布局新产品，不断扩充产品矩阵，尤其是智能化设备的研发，公司有望通过智能新化产品切入连锁餐饮渠道，为日后的销售收入提供新的增长点。软实力方面，公司持续推进全球货仓布局，销售网点布局广+快速响应+优质售后服务，是公司竞对拉开差距的关键。此外，公司2018年已开始布局泰国工厂，泰国生产大幅降低关税负担与生产成本，使得公司产品具备高性价比。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入CAGR为12%，归母净利润CAGR为14%，EPS分别为1.50元、1.71元、1.95元。采用可比公司估值法，可比公司24-26年平均PE为20、15、12倍。公司在海外已经成为具有一定影响力的商用餐饮设备供应商，公司海外持续增设销售点，积极布局智能化产品，未来增长可期。预计2024-2026年归母净利润为6.36、7.28、8.30亿元，对应PE 16、14、12倍，具备估值性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

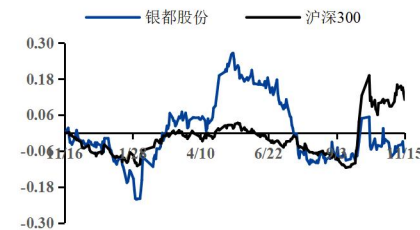
风险提示

新产品开拓不及预期；全球贸易形势恶化；主要材料和海运费波动风险，餐饮行业景气度下降等。

基本数据

日期	2024-11-15
收盘价:	24.38元
总股本/流通股本(百万股)	424.76/420.51
流通A股市值(百万元)	10,252.14
每股净资产(元)	6.91
资产负债率(%)	32.37
一年内最高/最低价(元)	34.86/19.50

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 俞能飞(S0210524040008)
ynf30520@hfzq.com.cn
联系人: 曹钰涵(S0210124050059)
cyh30565@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,663	2,653	2,727	3,104	3,433
增长率	8%	0%	3%	14%	11%
净利润(百万元)	449	511	636	728	830
增长率	9%	14%	25%	14%	14%
EPS(元/股)	1.06	1.20	1.50	1.71	1.95
市盈率(P/E)	23.1	20.3	16.3	14.2	12.5
市净率(P/B)	4.1	3.7	3.3	3.1	2.9

数据来源:公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 银都股份：商用餐饮设备龙头，海外布局超前	4
1.1 公司发展历程：全球战略眼光，海外布局超前	4
1.2 财务数据：2024Q1-Q3 业绩同比+17.83%	6
1.3 业务结构：海外为主战场，大力拓展自主品牌	7
2 餐饮市场：24 年美国餐饮行业增速放缓，8 月边际改善	10
2.1 美国餐饮市场：疫情后高速增长，24 年增速放缓	10
2.2 竞争格局：向行业龙头集中，国内竞争激烈	12
3 竞争优势：软硬实力兼备，新产品+海外布局彰显优势	14
3.1 海外布局：出海时机早，85 国计划显壮志	14
3.2 泰国工厂：布局较早，转移成本压力	15
3.3 新产品：着力研发智能化设备，不断推出新产品	16
4 盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议	18
5 风险提示	19

图表目录

图表 1：公司发展历史进程	4
图表 2：股权结构	5
图表 3：公司产品矩阵	5
图表 4：24Q1-Q3 公司营收同比+1.75%	6
图表 5：24Q1-Q3 公司归母净利润同比+17.83%	6
图表 6：公司历年毛利率	6
图表 7：公司历年期间费用率	6
图表 8：公司历年研发费用及占比	7
图表 9：公司国外收入占比持续提升	7
图表 10：公司历年地区收入结构	7
图表 11：公司国内外毛利率水平	8
图表 12：公司 2024H1 国外收入已经占 94.4%	8
图表 13：公司 2023 年 OBM 与 ODM 毛利率对比	8
图表 14：公司 2023 年 OBM 收占比 75%	8
图表 15：公司历年产品收入结构	9
图表 16：公司各产品毛利率情况	9
图表 17：公司 2024H1 分产品收入占比	9
图表 18：美国餐饮行业增加值现价及同比（现价 2012 年=100，同比）	10
图表 19：美国餐饮行业增加值现价及环比（现价 2012 年=100，环比）	10
图表 20：美国餐饮行业收入	10
图表 21：全美餐饮行业表现指数（RPI）	11
图表 22：全美餐饮协会餐饮绩效指数及其组成部分	12
图表 23：国内外商用餐饮设备企业情况	13
图表 24：海外布点模式对比	14
图表 25：美国子公司收入	15
图表 26：美国子公司净利润	15
图表 27：公司泰国工厂建设进度	15
图表 28：中国制造业平均工资	16
图表 29：泰国制造业平均工资	16
图表 30：公司新产品介绍	16
图表 31：公司业绩拆分预测表	17
图表 32：可比公司估值表	18
图表 33：财务预测摘要	20



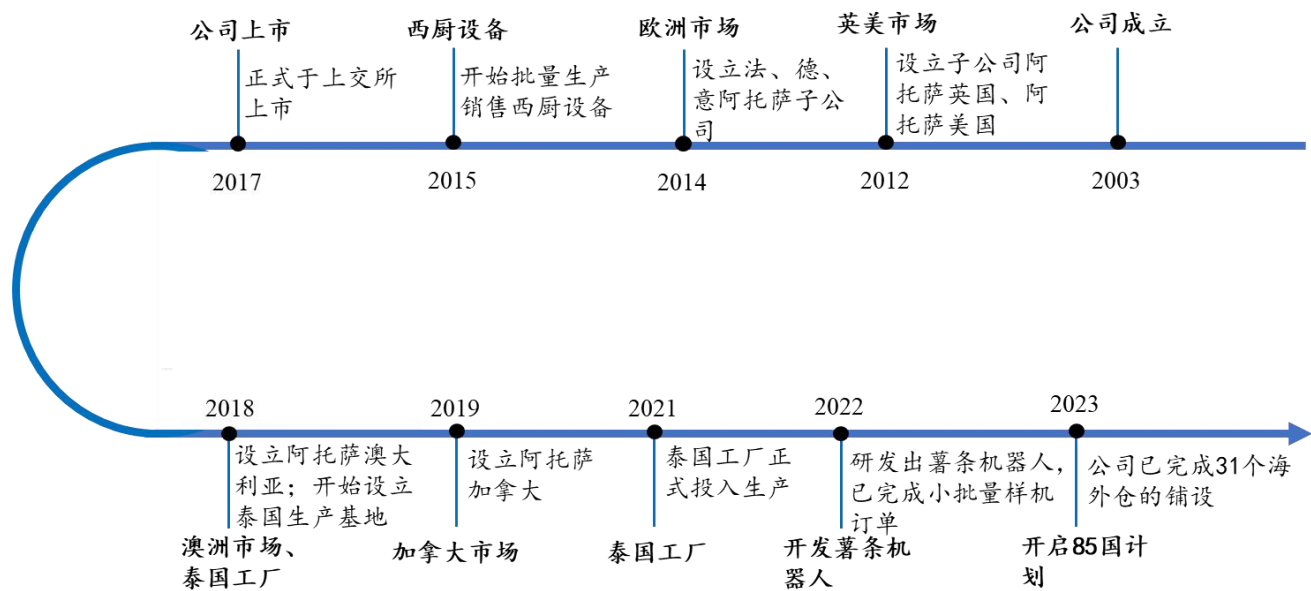


1 银都股份：商用餐饮设备龙头，海外布局超前

1.1 公司发展历程：全球战略眼光，海外布局超前

深耕商用餐饮设备领域，持续布局海外。银都股份成立于2003年。2012年，公司通过设立阿托萨英国和阿托萨美国拓展开发英美市场；2014年，公司设立了阿托萨法国、阿托萨德国、阿托萨意大利，拓展了欧洲市场；国外市场收入首次超过内销收入，此后公司海外市场不断扩张；2017年公司成功在上证主板上市；2018年开拓了澳大利亚市场、布局泰国生产基地；2019年，公司推出制冰机等多款新产品，并进入了加拿大市场。2022年公司研发出智能化新产品“薯条机器人”，已完成小批量样机订单。2023年，为了推动自主品牌的全球化市场布局，公司开启85国计划，截至23年底已经完成31个海外仓铺设。

图表 1: 公司发展历史进程

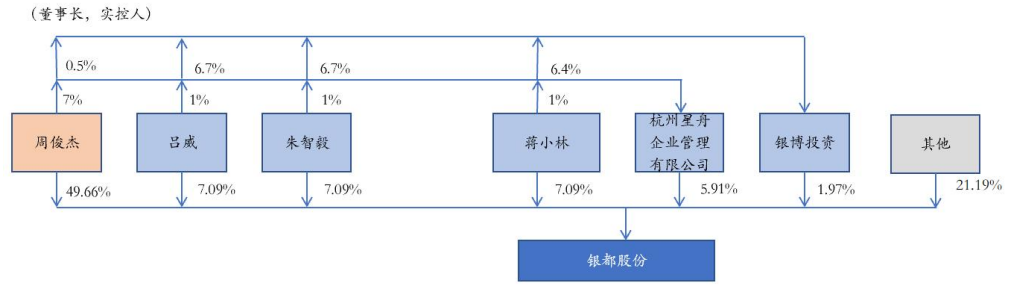


数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

民营企业，股权结构集中，董事长对公司经营具有较大话语权。截至2024 三季报，公司董事长周俊杰直接持有公司 49.66% 的股份，并通过杭州星舟企业管理有限公司、银博投资间接持股 0.42%，合计持股 50.08%，为公司实际控制人，对公司经营具有较大话语权。



图表 2: 股权结构



数据来源：同花顺，华福证券研究所，截至 2024 三季度

银都多年专注于商用餐饮设备的研发、生产、销售和服务，立足于商用餐饮制冷设备。公司主要产品包括：①商用餐饮制冷设备：商用冰箱、工作台、陈列展示柜、制冰机等；②自助餐设备：餐炉、果汁/咖啡机、份盘等；③西厨设备：炸炉、烤炉、扒炉、煲仔炉等。公司产品广泛应用于各类商业餐饮经营场所，如酒店、中西餐馆和食堂等，覆盖范围较为全面。

图表 3: 公司产品矩阵

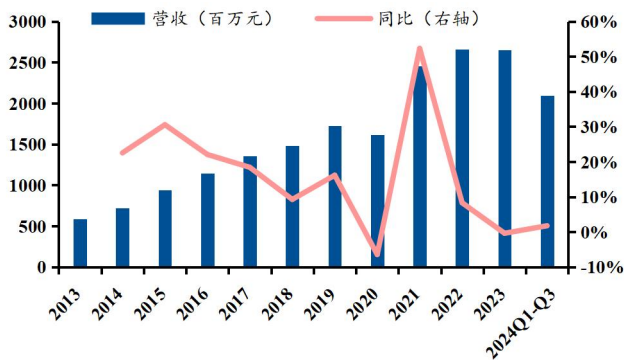
产品大类	细分产品	产品展示
商用餐饮设备	商用冰箱	
	工作台	
	陈列展示柜	
	制冰机	
自助餐设备	餐炉	
	果汁/咖啡机	
	份盘	
西厨设备	炸炉	
	烤炉	
	扒炉	
	煲仔炉	

数据来源：公司招股书，华福证券研究所

1.2 财务数据：2024Q1-Q3 业绩同比+17.83%

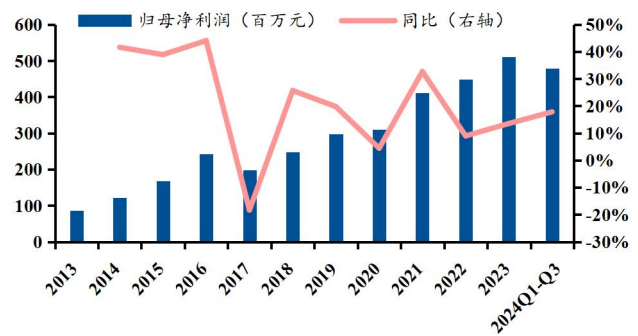
收入端稳健增长，2024Q1-Q3 业绩同比+17.83%。受益于国内餐饮市场持续发展，海外市场有力开拓，公司收入规模持续提升。公司营收从 2013 年的 5.88 亿元增长至 2023 年的 26.53 亿元，CAGR 达 16.26%。归母净利润从 2013 年的 0.85 亿元增长至 5.11 亿元，CAGR 达 19.59%。2023 年公司实现营收 26.53 亿，yoy-0.39%，略有下滑，主要系在产品销量增加的情况下，因海运成本大幅下降，销售价格相应大幅下调，导致销售收入有略微下降；归母净利润 5.11 亿，yoy+13.54%。2024Q1-Q3 公司实现营收 20.93 亿，yoy+1.75%；归母净利润 4.79 亿，yoy+17.83%。

图表 4：24Q1-Q3 公司营收同比+1.75%



数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

图表 5：24Q1-Q3 公司归母净利润同比+17.83%



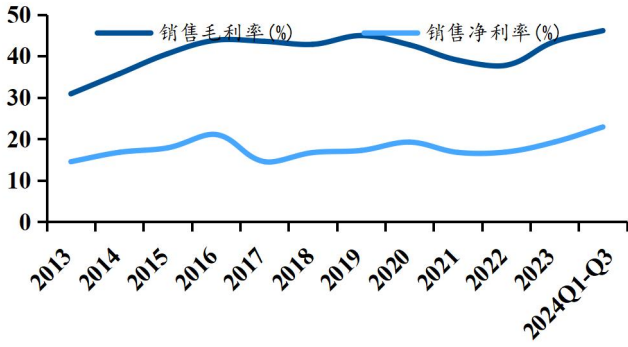
数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

公司盈利能力改善明显。2017 年-2020 年，公司毛利率保持在 40%以上，维持高位；公司销售净利率稳步提升。2020 年疫情整体市场需求下滑，毛利率受挫；2021 年需求好转，但高海运费+高原材料成本压低了毛利率。2022 年开始随着成本逐渐传导至下游、海外市场开拓和新产品的推广，毛利率有所抬升。2024Q1-Q3 公司销售毛利率 46.14%，同比+4.14pct；销售净利率 22.9%，同比+3.12pct，盈利能力持续改善。

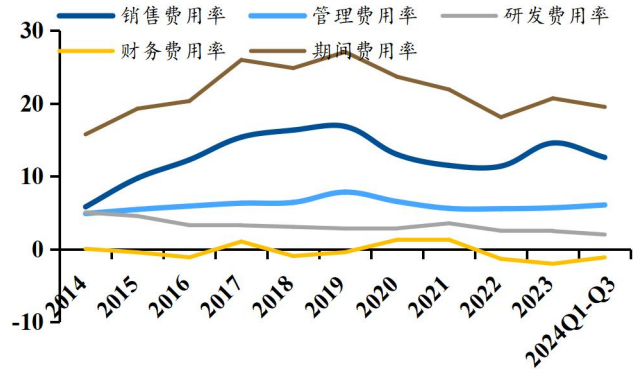
期间费用率下降，公司费用控制效果渐显。2013-2019 年，随着公司海外业务布局与扩张，泰国工厂的建设，公司费用率有所升高，2019 年后前期布局成果渐显，进入收获期，公司期间费用率下滑，公司费用控制效果渐显。2024Q1-Q3 公司期间费用率 19.51%，同比+0.43pct；销售费用率 12.58%，同比-1.01pct；管理费用率 6.06%，同比+0.70pct；研发费用率 2.00%，同比-0.21pct，主要因为研究开发项目主要为智能化和连锁类产品，产品的样机试验测试周期和客户的试用体验周期长，未转入小批量验证，故直接投入偏少；财务费用率-1.13%，同比+0.95pct,主要因为汇兑收益减少。

图表 6：公司历年毛利率

图表 7：公司历年期间费用率

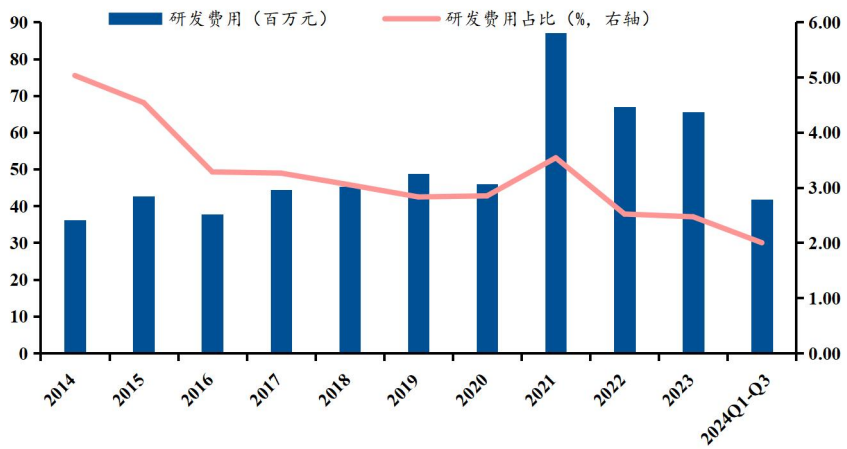


数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所



数据来源：同花顺，wind，公司公告，华福证券研究所

图表 8: 公司历年研发费用及占比



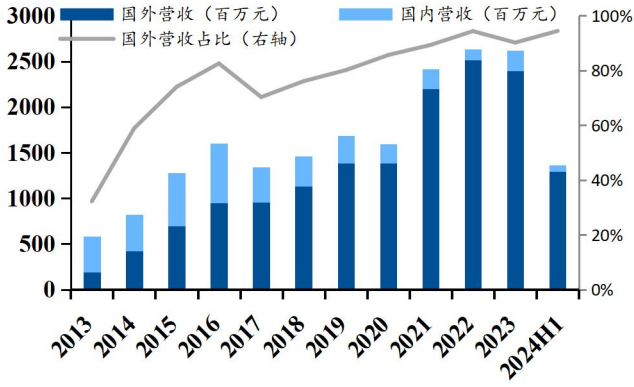
数据来源：同花顺，wind，公司公告，华福证券研究所

1.3 业务结构：海外为主战场，大力拓展自主品牌

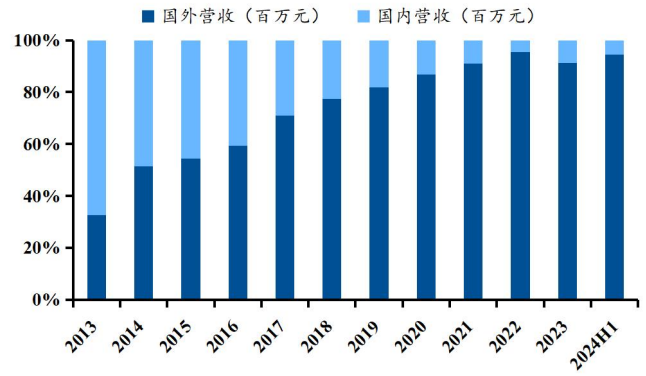
海外市场是公司主要收入来源，长期发展重心。2017 年以来公司海外收入占比呈现攀升趋势，2024H1 占比 94.4%，是公司主要收入来源。海外毛利率基本维持在 40% 左右，2024H1 已经达到 48.1%，与国内毛利率差距拉大。目前，公司在英国、美国、法国、德国、意大利、澳大利亚、加拿大设立销售子公司进行自主品牌的推广，已在全美形成较为完善的仓储及售后服务体系。海外市场是公司未来长期发展重心。

图表 9: 公司国外收入占比持续提升

图表 10: 公司历年地区收入结构

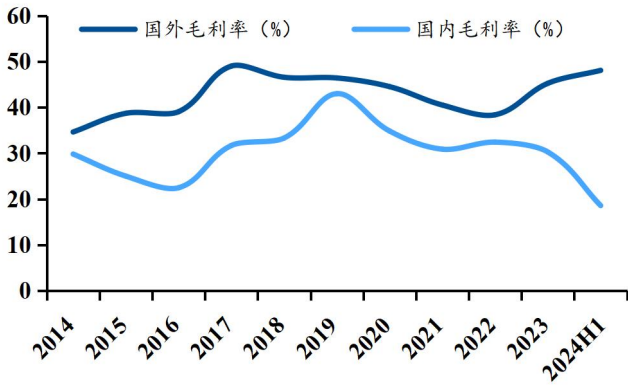


数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所



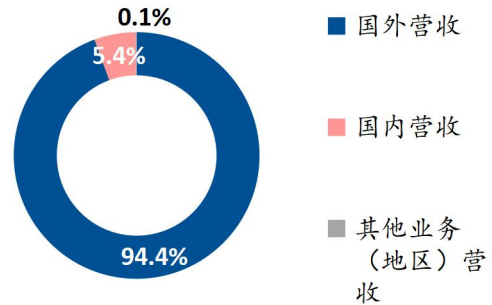
数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

图表 11: 公司国内外毛利率水平



数据来源：同花顺，wind，公司公告，华福证券研究所

图表 12: 公司 2024H1 国外收入已经占 94.4%

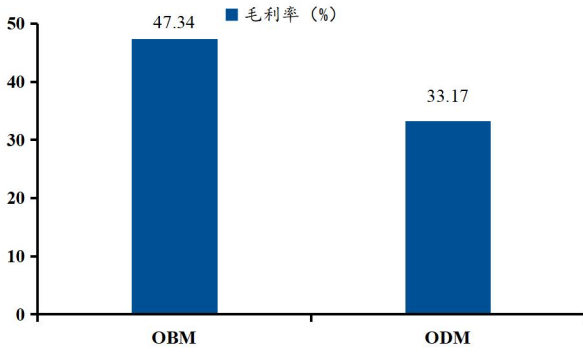


数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

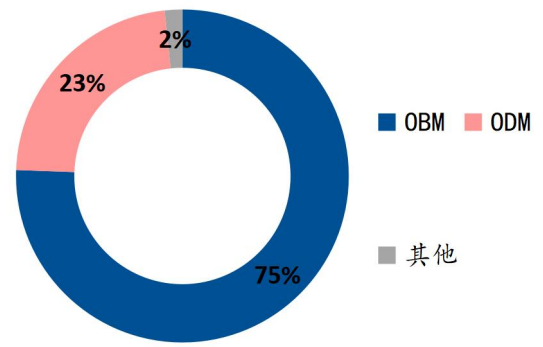
公司形成了以自主品牌为主，代工为辅的销售模式。美国市场经过多年深耕，公司 OBM 品牌得到下游客户的广泛认可，逐渐形成以 OBM 为主，ODM 为辅的销售模式，随着公司自有品牌销售占比的提升，公司海外市场收入占比逐年爬升。2023 年公司 OBM 销售收入 20.05 亿元，占比 75%，yoy-0.8%，毛利率 47.34%；ODM 销售收入 6.02 亿元，占比 23%，yoy+0.39%，毛利率 33.17%。公司已在商用制冷设备、西厨设备、自助餐设备、厨房工程等类别拥有多个国内外自主品牌。如：商用制冷设备类的“ATOSA”、“银都餐饮设备”，西厨设备的“Cook Rite”，自助餐设备的“MIX RITE”，厨房工程类的“KAISHIKU”等。

图表 13: 公司 2023 年 OBM 与 ODM 毛利率对比

图表 14: 公司 2023 年 OBM 收占比 75%



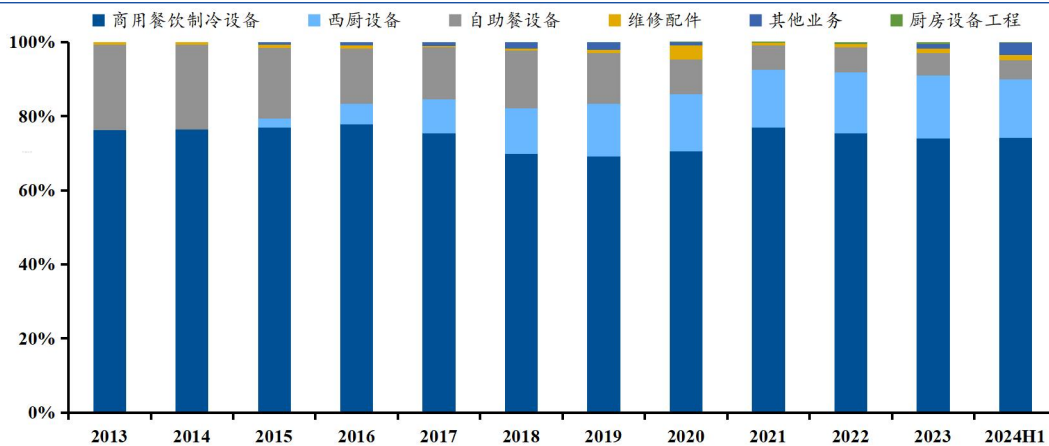
数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

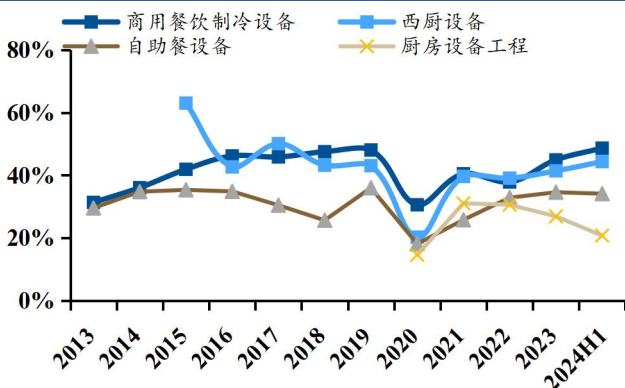
商用餐饮制冷设备为公司第一大收入来源。从收入端来看，2024H1 商用餐饮制冷设备实现收入 10.14 亿元，占比 74.15%，为第一大收入来源；西厨设备实现收入 2.15 亿元，占比 15.7%；自助餐设备实现收入 0.72 亿元，占比 5.23%；维修配件实现收入 0.20 亿元，占比 1.47%。从毛利率来看，2024H1 公司商用餐饮制冷设备、西厨设备、自助餐设备毛利率分别为 48.66%、44.37%、34.13%。

图表 15: 公司历年产品收入结构



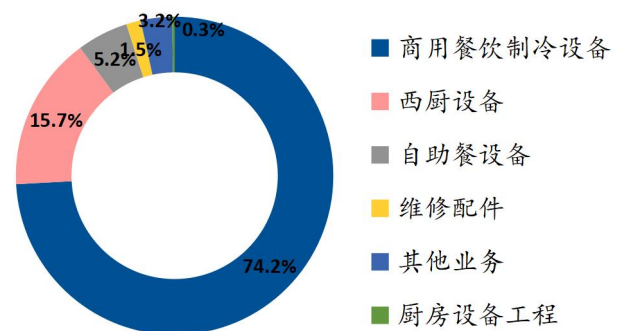
数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

图表 16: 公司各产品毛利率情况



数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

图表 17: 公司 2024H1 分产品收入占比



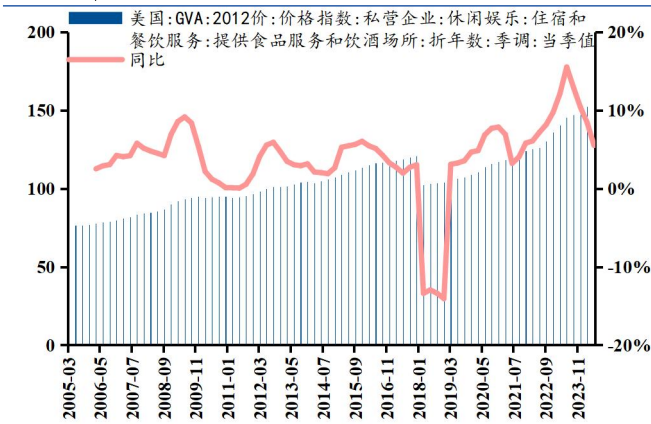
数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

2 餐饮市场：24 年美国餐饮行业增速放缓，8 月边际改善

2.1 美国餐饮市场：疫情后高速增长，24 年增速放缓

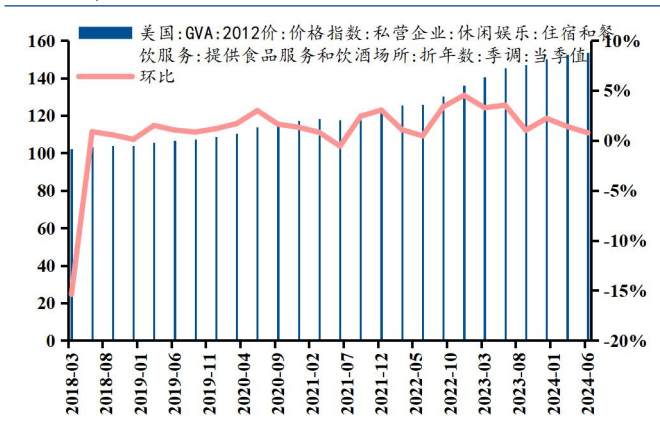
美国疫情后餐饮行业恢复良好，2021 年 9 月到 2023 年 6 月餐饮行业增加值现价同比加速增长。从餐饮行业增加值现价来看，2021 年疫情后的反弹明显，2021Q3 到 2023Q2 餐饮行业增加值现价同比增长加速。此后季度增速放缓，2006-2024 年平均同比增速在 3.88%，2024Q2 同比增速在 5.51%，高于平均增速。预计未来无特殊情况时，行业增加值现价维持个位数的增长。环比来看，2006-2024 年平均环比增速为 0.97%，2024Q2 增速为 0.76%。

图表 18：美国餐饮行业增加值现价及同比（现价 2012 年=100，同比）



数据来源：同花顺，华福证券研究所

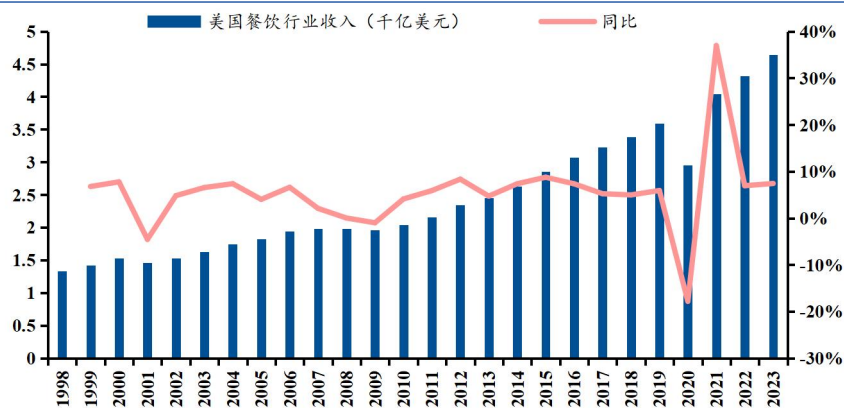
图表 19：美国餐饮行业增加值现价及环比（现价 2012 年=100，环比）



数据来源：同花顺，华福证券研究所

从餐饮行业收入来看，疫情前消费较为稳定，2020 年受疫情影响较大，2021 年随着全球防疫基本常态化，美国餐饮业逐渐复苏，在上年低基数的背景下呈现较快增长，且消费收入绝对额高于疫情前，餐饮市场反弹强劲。2022-2023 年美国餐饮业收入分别同比+6.93%、+7.41%，已基本回归往年正常增速水平（1998-2019 年平均增速为 4.89%）。

图表 20：美国餐饮行业收入



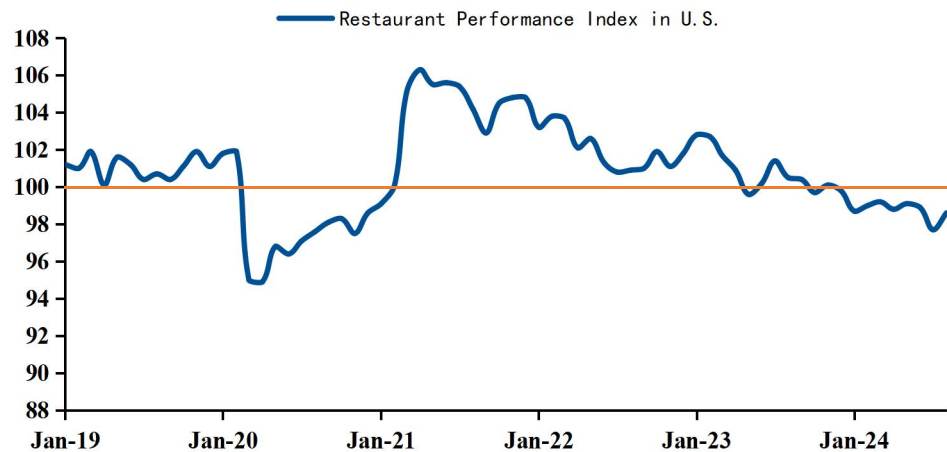
数据来源：同花顺，华福证券研究所

2024 整体来看，美国餐饮行业处于收缩状态，8 月份环比提升。根据 National



Restaurant Association 的统计数据美国餐饮业健康状况指标（RPI）来看，2020年3月受疫情影响美国餐饮经济开始进入收缩期；2021年2月餐饮经济重新进入扩张期，2023年末至2024年指数表现为收缩。RPI在2024年8月份为98.6，较7月份的97.7上涨了1.0%，但仍连续第9个月保持在100以下。8月份的环比增长主要因为同店销售和客流量指标较7月份大幅改善。

图表 21：全美餐饮行业表现指数（RPI）



数据来源：National Restaurant Association，华福证券研究所，注：指数大于100=扩张，指数小于100=收缩

拆解 RPI 指数，8 月份增长主要来自于销售指标和客流指标的环比提升。整体来看，2024 年 RPI 都低于 100，表明餐饮经济处于收缩期，市场出清。拆分来看，RPI 包括两个组成部分：现状指数和预期指数。现状指数衡量了四个行业指标（同店销售、流量、劳动力和资本支出）的当前趋势，8 月份为 98.2，较 7 月份的 96.9 上升了 1.4%。预期指数衡量餐厅经营者对四个行业指标（同店销售额、员工、资本支出和商业状况）的六个月展望的预期，8 月为 99，较 7 月提升了 0.6%。RPI 在 8 月份环比增长 1%，很大程度上是由于餐饮现状指数的提升。在餐饮业整体收缩的背景下，资本支出现状在 5、6、7 月都大于 100，表明餐饮店资本开支仍有扩张。资本支出预期指标 8 月为 99.8，环比+0.3%。

图表 22: 全美餐饮协会餐饮绩效指数及其组成部分

	2023年	2023年	2023年	2023年	2023年	2024年	2024年	2024年	2024年	2024年	2024年	2024年	2024年	2024年
	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	8月环比
餐饮绩效指数 (RPI)	100.5	100.4	99.7	100.1	99.8	98.7	99	99.2	98.8	99.1	98.9	97.7	98.6	1.00%
餐饮现状指数	99.5	100.8	98.9	99.5	99.8	96.6	98.3	98.2	98.1	98.7	98.1	96.9	98.2	1.40%
现状指标:														
同店销售指标	99.7	101.3	98	102.6	101.1	95.5	98.7	98.3	98.4	99.8	97.9	95.7	98.8	3.30%
客户流量指标	97.6	99	96	97.7	98.3	94	96.9	97.4	96.9	96.1	95.6	94.2	96.7	2.80%
劳动力指标	98.7	100	100.3	99.7	98.5	96.3	97.9	98.2	97.8	98.4	98.3	97.5	97.7	0.10%
资本支出指标	102.1	102.8	101.2	98	101.2	100.5	99.7	99	99.4	100.6	100.7	100.2	99.6	-0.60%
餐饮预期指数	101.5	100	100.4	100.7	99.8	100.8	99.7	100.1	99.5	99.6	99.8	98.4	99	0.60%
预期指标:														
同店销售预期指标	101.9	100.8	101.2	102.9	100.1	101	100.5	101.7	100.4	100.5	100.2	98.6	99.5	0.90%
员工数预期指标	101.9	102.1	100.9	101.6	100.9	102.6	100.3	101.2	100	100	100.2	98.8	99.1	0.20%
资本支出预期指标	102.9	101.3	102.4	100.3	100	101.4	99.9	99.5	99.8	100.8	100.2	99.5	99.8	0.30%
商业环境预期指标	99.5	95.9	97.4	98.1	98.2	98.3	98.2	98.1	97.8	97	98.4	96.8	97.7	1.00%

数据来源: National Restaurant Association, 华福证券研究所

2.2 竞争格局: 向行业龙头集中, 国内竞争激烈

市场分层明显, 海外龙头营收规模大于国内头部厂商。行业内头部厂商多为在行业内深耕数十年的海外企业, 从上世纪开始随着时代的发展, 逐渐发展壮大, 成为国际化品牌, 代表公司有: Williams、日本星崎等; 行业内其他厂商多为在单一地域有较高品牌知名度, 代表公司有: 广东星星、山东宏泰、美国银都等; 行业内小厂商多为规模较小企业, 产品同质化严重, 价格竞争较为激烈。

行业集中度不断提高, 国内企业逐步迈向中高端市场。目前我国商用餐饮设备行业集中度较低, 大部分企业规模较小, 所生产的产品集中于中低端市场, 同质化程度较高。

未来随着竞争的不断加剧及技术的更新换代，具有先进技术及较大市场占有率的企业将会在竞争中占据优势地位，通过内生及外生式发展进一步扩大市场占有率，从而提升行业集中度。

图表 23: 国内外商用餐饮设备企业情况

企业名称	总部	2023 营收	简介
国外企业			
ITW 集团	美国特拉华州	161 亿美元，其中食品设备 26.2 亿美元	伊利诺伊工具集团是一家专业的工程配件和工业系统产品的跨国生产企业、是高性能紧固系统、专用和通用设备及工业、民用消费系统的研发生产厂家。公司服务于建筑业、工业、汽车制造业、食品饮料业、食品设备、工业配套产品、纸制品、消费耐用品和电子行业等。
Ali Group(意亚利集团)	意大利		意亚立集团拥有超过 50 年制造经验，已成为世界上最大和最多元化的餐饮设备制造企业。意亚立集团为宾馆，饭店，医院，机场，航空用餐，食堂，面包房，酒吧，饼房，冰激凌店或超市提供一流的餐饮设备。
Middleby	美国	40.37 亿美元，其中商用餐饮 25.21 亿美元	公司从事设计，制造，营销，分销一系列厨房用具。公司通过两个业务部门进行业务经营：商业餐饮设备组和食品加工设备组。22 年商用餐饮营收 24 亿美元。
True manufacturing	美国		公司在选材质量、工艺设计、产品性能、售后服务等方面都有出色的表现、专注于提供高品质的商用餐饮制冷设备产品。
Turbo air	美国		从事制冷产品及西厨加热产品的生产及销售、在美国、中国、韩国设有生产基地、其产品销往全球多个国家和地区。
Williams Refrigeration	英国		拥有 30 多年的历史、致力于生产高性能、高可靠性的商用餐饮制冷设备。其在中国广东建有生产基地、提供了一个广泛的餐饮系统并专门制作大型项目、包括五星级饭店、Vip 俱乐部、餐馆、快餐连锁店以及香港和中国政府的项目等。
日本星崎	日本	24.7 亿美元	日本最大的厨房设备生产商之一、主要产品包含商用制冰机、商用冰箱及洗碗机等其他设备。
国内企业			
广东星星制冷设备有限公司	中国广东		致力于制冷产业的研究与制造、是全国最大的商用厨房冰箱生产基地之一。目前、具备年产客房小冰箱 15 万台、厨房冰箱 15 万台、毛巾消毒箱 8 万台、制冰机 10 万台的产品生产能力。除内销外、产品还销往北美、欧洲、东南亚、澳洲及中东等国际市场。
浙江爱雪制冷电器有限公司	中国浙江		专业生产商用冷冻、冷藏冰箱、制冰机及陈列柜。目前拥有六大系列 150 多个规格的产品、2015 年 6 月、浙江爱雪制冷电器有限公司被星崎(中国)投资有限公司收购。
山东宏泰电器有限公司	中国山东		“Auspico(宏祥)”牌电冰柜、电冰箱、展示柜、厨房冷柜等商用及家用电器的专业生产厂家、年生产能力 60 万台。产品销往全国各地并出口欧洲、美洲、东南亚、中东等地区。
江门市宇辉西厨设备有限公司	广东江门		专业的酒店餐饮业用品生产企业。主要生产不锈钢高级餐炉、等份盆、果汁鼎、咖啡鼎等一系列酒店用品。产品销往亚、欧、美洲等地区。
英联斯特餐饮	广东广州		主要的品种和规格达 400 多种(银都股份招股书)、生产西餐、快餐、酒吧、超市、小吃及机关团体部队所用的相关餐饮设备、并承接非标产品的制做。2013 年加入 ITW 集团。

数据来源：银都股份招股书，Wind，同花顺，1688，各公司官网，食饮在线，华福证券研究所



3 竞争优势：软硬实力兼备，新产品+海外布局彰显优势

3.1 海外布局：出海时机早，85国计划显壮志

公司出海时间较早。2012 年就开始布局海外市场，率先在英国和美国设立子公司。2014-2019 年先后又在，法国、德国、意大利、澳大利亚、加拿大设立子公司，形成了公司全球布局的雏形。2023 年，为了推动自主品牌的全球化市场布局，公司开启 85 国计划，截至 23 年底已经完成 31 个海外仓铺设。

公司制定了市场全球化战略，制定了“85 国计划”，以设置“海外仓+自主销售”、“海外仓+代理销售”、“纯代理销售”三种布点模式，在全球 85 个国家销售自主品牌的全系列产品。经过多年的市场开拓与布局，目前已在美国、英国、德国、法国、意大利等国设立了“海外仓+自主销售”的子公司，在澳大利亚、加拿大设立了“海外仓+代理销售”的子公司。

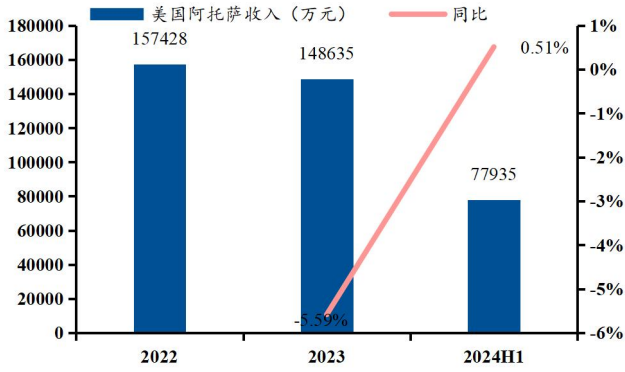
图表 24：海外布点模式对比

布点模式	子公司	仓库	销售模式	地区
海外仓+自主销售（自主仓）	设立	设置仓库，铺设自主品牌库存	成立销售团队，自行开发客户销售自主品牌产品	美国、英国、德国、法国、意大利
海外仓+代理销售（自主仓）	设立	设置仓库，铺设自主品牌库存	找合作伙伴，代理销售自主品牌产品；代理商付款后从海外仓提货；子公司不直接销售	澳大利亚、加拿大
纯代理销售（代理仓）	不设立	不设置仓库	找合作伙伴，代理销售自主品牌产品；代理商从工厂下单发货，FOB 模式；公司给予适当价格、账期等支持	欧洲其他国家、南美

数据来源：公司公告，华福证券研究所

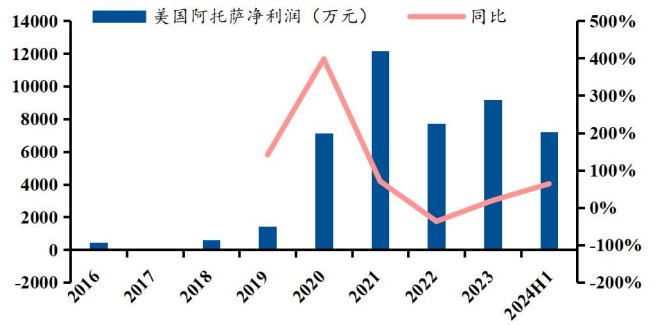
经销渠道日渐成熟，售后与技术服务水平突出。通过多年的开拓与维护，公司已经摸索出一条高效、适用的海外发展道路，目前在欧美等市场，已经实现了仓储、物流、售后服务一条龙服务。①经销网点覆盖范围广，海外子公司各销售团队通过不断地拓展，已形成较为完善的经销商网络。截至 2023 年 6 月，美国子公司已基本完成全美业内各个主要采购集团的部署，欧洲各子公司也逐步打入当地知名采购集团。②“备货仓+快速配送”模式，快速响应客户需求，公司在各仓储中心对各类产品有备货库存，客户可在下单后 24 小时内进行提货。截至 23 年 6 月公司在海外共设立 20 个仓储中心，其中美国 11 个、英国 1 个、德国 1 个、法国 3 个、意大利 1 个、澳大利亚 1 个、加拿大 2 个。③售后与技术服务水平突出，截至 23 年 6 月，公司已在国内及全美形成全国性的售后服务网络，终端用户可直接通过售后电话提交维修申请，确保用最短的时间来满足客户的售后服务需求。

图表 25: 美国子公司收入



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 26: 美国子公司净利润

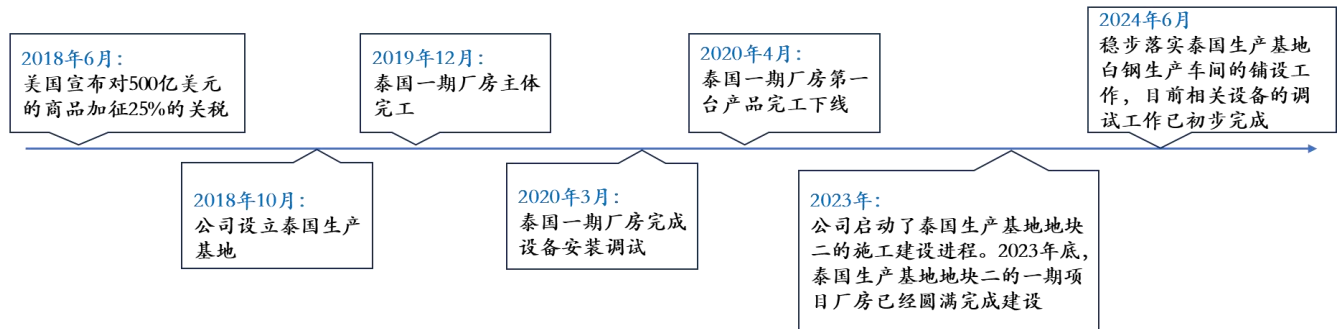


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.2 泰国工厂: 布局较早, 转移成本压力

银都泰国工厂的建立大幅降低关税负担与生产成本。 ①大幅降低关税成本。公司杭州工厂所生产的商用餐饮制冷设备属于美国分别于 2018 年 7 月、8 月加征关税的商品清单中 (加征 25% 的关税), 面对国际形势的不确定性, 公司开始在泰国设立工厂。②大幅降低生产成本。泰国工厂的投产除降低关税成本外, 同时泰国用工成本较国内低, 折合人民币约 2810 元/月, 而中国制造业人均工资达到 7244 元/月, 泰国用工可大幅降低生产成本。

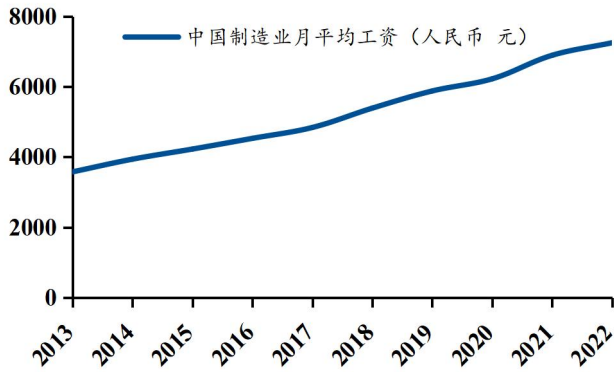
图表 27: 公司泰国工厂建设进度



数据来源: 公司公告, 跨关网, 华福证券研究所

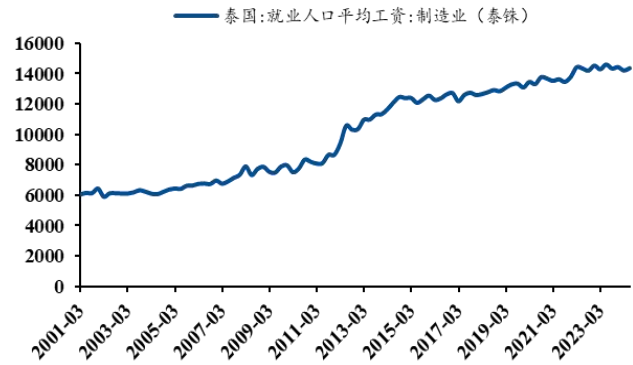


图表 28: 中国制造业平均工资



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 29: 泰国制造业平均工资



数据来源: wind, 华福证券研究所

3.3 新产品: 着力研发智能化设备, 不断推出新产品

积极布局新产品, 不断扩充产品矩阵。除现有产品外, 公司积极布局制冰机、蛋糕柜、万能蒸烤箱、智能薯条机器人等新产品, 立足制冷设备, 拓展制热设备, 不断扩充产品矩阵。一方面, 新产品的拓展将有效补充公司的产品矩阵, 提升公司在商用餐饮设备领域的整体销售能力; 另一方面, 有望通过智能新化产品切入连锁餐饮渠道, 为日后的销售收入提供新的增长点。

图表 30: 公司新产品介绍

种类	简介
制冰机	面向美国、东南亚及国内市场针对性开发制冰机产品、主要应用于酒店、餐厅自助取冰处、吧台等、公司着力于提升产品的智能调节、故障诊断、管道清洗等方面的性能、并针对国内市场提升产品的可定制化程度。
万能蒸烤箱	万能蒸烤箱具有编程化、智能化、品质稳定、可规模化量产、自动清洁、网络远程操作、远程故障诊断等特点、且不同于普通烤箱仅能对烤箱内的温度进行控制、万能蒸烤箱可对烤箱内的温度、食物的温度、箱内湿度、马达风速等进行有效的控制、由于其技术特点、使用越来越广泛、有慢慢取代其它厨房烘焙蒸烤设备的趋势、被越来越多的中西餐厅使用。
薯条机器人	2023 年“智能薯条机器人”已完成小批量样机订单, 并发往客户验证。该产品将率先在北美市场试点投放, 并逐步推向其他市场。该产品获得了美国餐饮协会大展颁发的 2023 年厨房科技创新奖。2024 年薯条自动装盒机, 再次获得了美国餐饮协会大展颁发的“2024 年厨房科技创新奖”。

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 商用制冷设备：制冷设备为公司收入占比最高的业务，是公司收入的基本盘（70%以上），我们预期该业务销量保持稳定增长，结合 24H1 该业务增速 3.5%，预期 24 全年销量低速增长。价格：2023 年海运费下降，公司下调了销售价格。24 年海运价格有波动，但公司未调价。我们假设，基本价格保持不变，均价变化主要来自于中高端占比提升的结构变化，因此得到 24-26 年商用制冷设备收入增长 5.1%、15.3%、11.1%。毛利率：假设单品价格基本不变，均价随产品结构优化而提升，24 年海运费上涨预计会在 24Q4 开始体现，并延续到 25 年，因此预计 24-26 年毛利率为 47%、46%、46%。

(2) 西厨设备：西厨设备为公司收入占比第二高的业务（15%左右），结合 24 中报数据（该业务-10%收入增速），以及 24Q3 总营收增速 0.17%，判断 24 全年该业务销售量负增长，25-26 年逐渐恢复。均价：我们假设 24 年价格保持不变，25-26 年均价变化主要来自于预计未来中高端占比提升的结构变化，24-26 年均价增速 0%、3%、2%。因此得到 24-26 年西厨设备收入增长-5.0%、6.1%、7.1%。毛利率：假设单品价格基本不变，均价随产品结构优化而提升，24 年海运费上涨预计会在 24Q4 开始体现，并延续到 25 年，结合 24H1 毛利率水平，预计 24-26 年毛利率为 44%、43%、44%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 3%、14%、11%，归母净利润增速分别为 25%、14%、14%。

图表 31：公司业绩拆分预测表

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
商用餐饮制冷设备	收入	1,963.01	2,062.34	2,377.05	2,640.91
	增速	-1.1%	5.1%	15.3%	11.1%
	毛利率	44.9%	46.6%	45.9%	46.4%
西厨设备	收入	451.05	428.50	454.60	486.87
	增速	4.6%	-5.0%	6.1%	7.1%
	毛利率	41.4%	44.0%	43.1%	44.1%
自助餐设备	收入	159.05	95.43	98.29	101.24
	增速	-12.3%	-40.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	34.6%	34.0%	34.5%	35.0%
维修配件	收入	33.82	38.89	43.56	47.92
	增速	45.2%	15.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	73.9%	70.0%	69.0%	72.0%
厨房设备工程	收入	14.85	15.59	18.71	21.52
	增速	20.3%	5.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	26.9%	22.0%	21.0%	23.0%



其他业务	收入	30.73	86.04	111.86	134.23
	增速	3.4%	180.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	3.8%	20.0%	19.0%	22.0%
合计	收入	2,652.51	2,726.80	3,104.07	3,432.68
	增速	-0.4%	2.8%	13.8%	10.6%
	毛利率	43.5%	45.1%	44.3%	45.0%

数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所测算

4.2 投资建议

银都股份主要产品为商用制冷设备，且以出口为主，因此选取同为出口逻辑的巨星科技、格力博、宏华数科，以及同为主营高端智能厨电的华帝股份作为可比公司。可比公司 24-26 年平均 PE 为 20、15、12 倍。公司在海外已经成为具有一定影响力的商用餐饮设备供应商，公司海外持续增设销售点，积极布局智能化产品，未来增长可期。预计 2024-2026 年归母净利润为 6.36、7.28、8.30 亿元，对应 PE 16、14、12 倍，具备估值性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 32：可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002444.SZ	巨星科技	320	16.92	21.81	26.72	32.10	19	15	12	10
002035.SZ	华帝股份	68	4.47	5.68	6.42	7.16	15	12	11	9
688789.SH	宏华数科	128	3.25	4.33	5.54	7.06	39	29	23	18
301260.SZ	格力博	68	(4.74)	2.99	4.68	5.73	-14	23	15	12
	平均值						15	20	15	12
603277.SH	银都股份	104	5.11	6.36	7.28	8.30	15	16	14	12

数据来源：同花顺一致预测，华福证券研究所测算，截至 2024.11.15

5 风险提示

(1) 新产品开拓不及预期: 一方面, 新产品需送样经客户验证, 若验证结果不及预期, 就会使新产品推出时间延后; 另一方面, 通过验证的产品, 可能面临推广效果不及预期的风险。

(2) 全球贸易形势恶化: 公司产品出口国家和地区的政治环境、经济环境、法律法规的变动都会对公司境外业务的开展产生一定影响。若公司产品出口国家和地区出现政局动荡、经济萧条、对我国同类产品进行双反调查、知识产权保护增强、进口关税税率大幅提高等情形, 将会对公司的境外经营产生不利影响。

(3) 主要材料和海运费波动风险: 公司使用的钢材、MDI 等原材料和海运费价格呈波动趋势, 导致公司相关材料采购成本和运费成本不稳定, 公司很难及时通过调整产品的销售价格来转嫁风险, 故而对公司未来经营业绩存在不确定性影响。

(4) 餐饮行业景气度下降风险: 美国、欧洲等地的货币等政策变化影响国内餐饮行业资本开支意愿, 若欧美开设餐饮店意愿下降, 减少设备投资需求, 会影响公司在海外收入。



图表 33: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,401	1,363	1,552	1,716
应收票据及账款	184	225	255	272
预付账款	27	34	40	44
存货	841	859	1,017	1,118
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	62	286	242	173
流动资产合计	2,515	2,767	3,106	3,322
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	772	883	947	970
在建工程	184	204	214	204
无形资产	77	74	73	74
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	289	291	293	295
非流动资产合计	1,323	1,453	1,528	1,544
资产合计	3,838	4,219	4,634	4,866
短期借款	158	342	453	389
应付票据及账款	206	266	303	305
预收款项	1	8	2	3
合同负债	82	57	77	81
其他应付款	50	50	50	50
其他流动负债	236	195	228	255
流动负债合计	732	917	1,113	1,082
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	281	200	221	248
非流动负债合计	281	200	221	248
负债合计	1,013	1,117	1,334	1,331
归属母公司所有者权益	2,825	3,102	3,300	3,535
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,825	3,102	3,300	3,535
负债和股东权益	3,838	4,219	4,634	4,866

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	829	311	637	787
现金收益	518	649	748	852
存货影响	93	-18	-158	-101
经营性应收影响	32	-39	-28	-10
经营性应付影响	-14	68	31	3
其他影响	200	-349	44	42
投资活动现金流	-55	-178	-112	-58
资本支出	-219	-197	-150	-96
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	164	19	38	38
融资活动现金流	-278	-171	-336	-565
借款增加	67	172	116	-58
股利及利息支付	-295	-541	-611	-697
股东融资	0	103	0	0
其他影响	-50	95	159	190

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,653	2,727	3,104	3,433
营业成本	1,499	1,497	1,728	1,888
税金及附加	22	20	20	19
销售费用	386	343	372	395
管理费用	150	165	189	212
研发费用	66	55	64	74
财务费用	-53	-56	-57	-59
信用减值损失	-10	-6	-7	-7
资产减值损失	-10	-9	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	20	40	40
其他收益	16	16	16	16
营业利润	581	724	828	943
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	580	723	827	942
所得税	69	87	99	112
净利润	511	636	728	830
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	511	636	728	830
EPS (按最新股本摊薄)	1.20	1.50	1.71	1.95

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-0.4%	2.8%	13.8%	10.6%
EBIT 增长率	6.7%	26.6%	15.4%	14.7%
归母公司净利润增长率	13.8%	24.6%	14.4%	14.0%
获利能力				
毛利率	43.5%	45.1%	44.3%	45.0%
净利率	19.3%	23.3%	23.5%	24.2%
ROE	18.1%	20.5%	22.1%	23.5%
ROIC	17.4%	19.7%	20.6%	22.4%
偿债能力				
资产负债率	26.4%	26.5%	28.8%	27.3%
流动比率	3.4	3.0	2.8	3.1
速动比率	2.3	2.1	1.9	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	26	27	28	28
存货周转天数	213	204	195	203
每股指标 (元)				
每股收益	1.20	1.50	1.71	1.95
每股经营现金流	1.95	0.73	1.50	1.85
每股净资产	6.65	7.30	7.77	8.32
估值比率				
P/E	20	16	14	12
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	57	45	39	34

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn