

## 银都股份 (603277.SH)

## 一站式商厨设备服务商，智能餐厨开启星辰大海

2023年08月24日

### ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

初敏（分析师）

孟鹏飞（分析师）

李睿娴（联系人）

chumin@kysec.cn

mengpengfei@kysec.cn

liruixian@kysec.cn

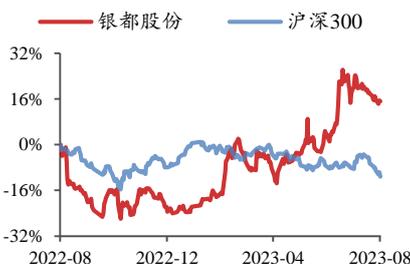
证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790122120005

日期	2023/8/23
当前股价(元)	24.10
一年最高最低(元)	27.50/15.67
总市值(亿元)	101.38
流通市值(亿元)	100.59
总股本(亿股)	4.21
流通股本(亿股)	4.17
近3个月换手率(%)	30.33

### 股价走势图



数据来源：聚源

#### ● 深耕海外布局完善，市场份额持续提升，智能餐厨开辟第二曲线

银都股份是一家深耕海外的一站式商厨设备服务商，业务可划分为商用制冷设备、西厨设备等，2022年商用制冷设备、西厨设备营收分别为19.85/4.31亿元，占比分别为75%/16%，2018-2022年的年复合增速为18%/24%。销售模式以出口（95%）+OBM为主，2014-2019年公司营收和净利稳定在约20%的年复合增速，2022年公司实现收入26.63亿元/yoy+8.3%，净利润4.49亿元/yoy+8.96%。近5年公司平均毛利率为42.1%，平均净利率为17.4%，盈利能力强。2023年新增智能餐厨业务开辟成长曲线，其中万能蒸烤箱已推广销售，智能薯条机已与部分北美大型连锁餐饮客户签订初步保密协议，认证通过后有望迎来批量订单。我们预计公司2023-2025年归母净利润为5.1/6.59/8.13亿元，对应EPS为1.21/1.57/1.93元，当前股价对应PE为19.9/15.4/12.5倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 商厨设备市场大而稳，西餐具备智能餐厨放量的土壤

**商厨设备：**根据Grandview Research，2019年全球商用餐饮设备市场规模为797.2亿美元，预计2020-2027年CAGR为6.7%；按产品划分，制冷设备占比超40%；按终端划分，自助式快餐厅（QSR）占比超20%。其中，美国2017年商用餐饮设备市场规模在219.3亿美元，制冷设备占据最大份额。我们预计下半年公司传统业务将迎来同比改善，未来市场份额有望持续提升。**智能餐厨：**需求主导餐饮业自动化升级，智能餐饮设备带来历史性机遇。目前，美国快餐厅数量约20万家，人力成本占收入的比重达30%+，面临用工贵、招工难的问题。同时，2022年美国餐饮连锁化率达到58.4%，中国仅19.0%，集团化餐厅较个体餐厅更注重工业化，以持续降本增效。

#### ● 全链路服务体系布局完善，中国供应链+泰国工厂主打高性价比优势

公司已建立覆盖全美的仓储营销服务体系，以及为终端客户提供的全套售后服务，无论是产品的交付还是售后的服务，在全美5万个邮政编码都可以做到48小时之内响应。同时，公司通过中国供应链进行原材料采购，转移至泰国生产，享受低廉劳动力及免关税，公司在保证约40%的毛利率下，产品售价仍能较海外竞品便宜40-60%。

#### ● 风险提示：新产品市场推广进度不及预期；原材料价格上涨等。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,459	2,663	2,842	3,476	4,121
YOY(%)	52.3	8.3	6.7	22.3	18.5
归母净利润(百万元)	412	449	510	659	813
YOY(%)	32.7	9.0	13.7	29.1	23.4
毛利率(%)	39.0	37.8	41.7	42.8	43.8
净利率(%)	16.8	16.9	18.0	19.0	19.7
ROE(%)	18.0	17.7	18.6	20.6	21.5
EPS(摊薄/元)	0.98	1.07	1.21	1.57	1.93
P/E(倍)	24.7	22.6	19.9	15.4	12.5
P/B(倍)	4.4	4.0	3.7	3.2	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司概况：一站式商厨设备服务商，抢先布局智慧餐厨.....	5
1.1、 银都：餐厨设备行业领导者，持续开拓全球市场.....	5
1.2、 股权：公司架构稳定，两次股权激励绑定核心团队.....	5
1.3、 财务：营收和利润稳增长，成本端迎拐点.....	7
2、 制冷设备+西厨设备稳固基本盘，智能产品贡献弹性.....	9
2.1、 主营：制冷设备+西厨设备稳定增长，出口型 OBM 为主.....	10
2.2、 布局：销售端立足美国拓展全球，生产端转向泰国产能释放.....	12
2.3、 新品：抢先布局产品智能化，逐梦大海星辰.....	13
2.3.1、 万能蒸烤箱：公司首款智能产品，顺应集成化趋势.....	13
2.3.2、 智能薯条机：先发优势，经济性与实用性兼备.....	14
3、 商厨设备：行业稳增长高毛利，二季度末进入补库周期.....	16
3.1、 行业概况：市场规模稳定增长，周期与新开店相关.....	16
3.1.1、 美国：餐饮销售额持续增长，二季度末进入补库周期.....	16
3.1.2、 国内：下游复苏，2023 年上半年新开店大幅增长.....	18
3.2、 主要竞对：海外玩家享受品牌溢价，国内以代工及中低端为主.....	18
3.2.1、 海外：国际巨头高份额、高毛利，享受品牌溢价.....	18
3.2.2、 国内：主要竞争对手以代工及中低端为主.....	20
4、 智慧餐厨：欧美应用场景广泛，餐厨要求低落地快.....	20
4.1、 需求端一：欧美招工难、招工贵，下游需求迫切.....	20
4.2、 需求端二：西式快餐标准化、连锁化高，具备机器人落地土壤.....	22
4.3、 供给端一：规模效应带来机器人降本，经济效益催化需求落地.....	23
4.4、 供给端二：美国本土智能化餐饮设备涌现，部分已实现落地.....	25
5、 公司优势：前端新品补位服务完善，后端享制造和科技红利.....	27
5.1、 服务与渠道：耕耘海外市场多年，全链路服务体系布局完善.....	27
5.2、 制造：中国供应链+泰国工厂，产品高性价比.....	28
5.3、 研发：乘中国机器人东风，智能设备有望持续迭代.....	28
6、 盈利预测与投资建议.....	29
6.1、 盈利预测.....	29
6.2、 估值.....	30
7、 风险提示.....	31
附：财务预测摘要.....	32

## 图表目录

图 1： 近年来公司持续推出智能化餐厨设备.....	5
图 2： 实控人周俊杰先生直接或间接持有公司合计 56.11%的股份.....	5
图 3： 2014-2019 年公司营收 CGAR 为 19%.....	8
图 4： 2014-2019 年公司净利润 CGAR 为 20%.....	8
图 5： 受疫情影响，公司毛利率、净利率下滑，2023Q1 毛利率改善.....	8
图 6： 2021 年开始运费等占营业成本的比重大幅提升.....	8
图 7： 不锈钢价格较俄乌冲突时的高点大幅回落.....	8
图 8： 海运价格较高点大幅回落，产品合计提价抵消原材料上涨.....	9
图 9： 公司产品可分为传统产品线及智能化产品线.....	9

图 10: 2022 年商用制冷设备收入占比为 75%，西厨设备收入增速较快.....	10
图 11: 受经销商备货影响公司自身库存走高.....	10
图 12: 银都股份旗下自主品牌.....	11
图 13: 公司 OBM 业务占比较 2014 年大幅提升.....	11
图 14: OBM 毛利率高于 ODM.....	11
图 15: 外销毛利率高于内销.....	12
图 16: 2022 年公司外销业务占比提升至 95.44%.....	12
图 17: 银都万能蒸烤箱型号丰富，主打性价比.....	13
图 18: 2022 年 Rational 万能蒸烤箱产品收入为 8.9 亿欧元（单位：亿欧元，%）.....	14
图 19: 截止 2023Q1，万能蒸烤箱的渗透率约为 25%.....	14
图 20: Rational 利润率维持在较高水平.....	14
图 21: 银都自动炸薯条机器人，获厨房创新奖.....	15
图 22: 美国薯条工每月薪资约为 4427 美金，公司智能薯条机售价 5 万美金按 12 个月摊销每月花费 4167 美金.....	15
图 23: 调查显示美国西部最可能率先采用厨房机器人.....	15
图 24: 预计 2023 年全美自助式快餐厅（QSR）数量约为 20 万家.....	15
图 25: 2022 年美国自助快餐厅平均单店销售额为 230 万美元，同比增长 10.3%.....	15
图 26: 2017 年美国商用厨房市场规模为 219.3 亿美元，并保持稳定增长（单位：十亿美金）.....	16
图 27: 按终端分，全球商用餐饮设备市场规模中 QSR 占比超过 20%.....	16
图 28: 2022 年美国餐饮销售总额达 9755 亿美元，2023 年 1-6 月同比增长 13%.....	16
图 29: 公司营收同比增速与美国职位空缺数同比增速具有较强拟合度.....	16
图 30: 2023Q2 开始美国库存量同比增速已逐步触底.....	17
图 31: 2023Q2 中国冷藏箱、冷冻箱及其他制冷设备出口金额同比增长 2%（美元计价）.....	17
图 32: 2023 年 1-6 月中国社零餐饮收入同比增长 21%，为 2019 年同期的 114%.....	18
图 33: 2023 年上半年全国新注册餐企达 202.2 万家，为 2019 年全年的 84%.....	18
图 34: 2015-2030 年劳动力参与率预计下降（百分点）.....	20
图 35: 美国制造业机器人平均价格和劳动报酬指数（1990=100%）.....	20
图 36: 疫情开始美国及欧洲劳工成本加速上升.....	21
图 37: 疫情放开后美国住宿餐饮业职位空缺数远高于新增雇佣数.....	21
图 38: 美国餐厅人力成本占收入的比重较中国高 10.9pct，原材料成本较中国低 11.6pct.....	21
图 39: 2022 年美国餐饮连锁化率达到 58.4%，中国仅 19.0%.....	22
图 40: 2018 年美国餐饮品牌 CR5 为 15%.....	22
图 41: 2022 年美国餐饮集团 CR7 的市场份额为 26%，其中 Wendy's 占比 1.9%.....	22
图 42: 2022 年美国自助式快餐厅数量占比约 85%.....	23
图 43: 预计 2022 年全球服务业机器人的市场规模将超过工业机器人.....	23
图 44: 近年机器人的种类、型号、应用加速发展，带动机器人市场高增.....	23
图 45: 历史上餐饮设备的创新曾带来三次重大的行业变革.....	24
图 46: 规模效应下近年来工业机器人成本呈指数级下降.....	24
图 47: 机器人价格下降带来需求的显著提升.....	24
图 48: 奈雪自动制茶机.....	25
图 49: 霸王茶姬自动制茶机.....	25
图 50: 初创公司 Miso 机器人的 Flippy 2.....	26
图 51: 银都股份的智能薯条机器人.....	26
图 52: 初创公司 Picnic 的 Picnic Pizza Station.....	26
图 53: 美国大型设备公司 Middleby 的 FRYBOT.....	26
图 54: Atosa 售后总部位于美国达拉斯，设 11 个办事处.....	27

图 55: 公司外销收入快速增长 .....	27
图 56: 预计 2024 年中国机器人销售额将达到 251 亿美元.....	28
图 57: 长三角地区机器人相关企业数量为 4547 家.....	28
表 1: 公司核心管理团队技术经验丰富 .....	6
表 2: 公司分别于 2018 和 2021 年各发布两次为期 3 年的股权激励计划.....	7
表 3: 公司重点布局美国市场, 持续开拓欧洲市场.....	12
表 4: 公司泰国工厂产能逐步释放 .....	13
表 5: 海外市场主要竞争对手情况 .....	18
表 6: 行业平均毛利率在 40% 以上, 公司营收规模远小于国际巨头.....	19
表 7: 国内市场竞争对手以代工及中低端为主.....	20
表 8: 公司智能薯条机器人与竞品相比具备性价比及适配性优势.....	25
表 9: 公司制冷设备价格约为竞品的 6 折, 万能蒸烤箱约为 3-4 折 .....	28
表 10: 公司营收拆分及费率预测 (单位: 万元) .....	29
表 11: 2022 年股息率达到 6.09% .....	30
表 12: 相较于可比公司, 公司当前估值处于低位.....	31

## 1、公司概况：一站式商厨设备服务商，抢先布局智慧餐厨

### 1.1、银都：餐厨设备行业领导者，持续开拓全球市场

源于杭州，服务于全球市场。银都股份起源于2003年的中国杭州，是一家专业从事商用厨房设备研发、生产、销售和服务的综合性企业，旗下拥有多个自主品牌。2012年起，公司开始重点发展国际市场，注册成立了阿托萨厨房设备美国公司及阿托萨厨房设备英国公司，并于2014年设立德国、法国、意大利子公司，2017年9月在上海证券交易所成功上市，其后2018年开始在泰国设立工厂，2022年开始逐步向智能餐饮设备布局。

图1：近年来公司持续推出智能化餐厨设备

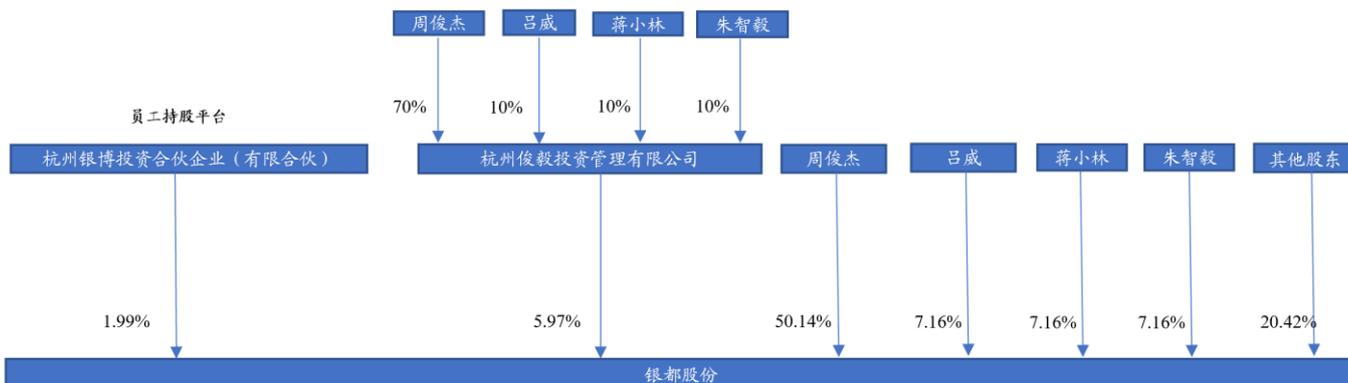


资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、股权：公司架构稳定，两次股权激励绑定核心团队

实控人持有股份过半，核心管理团队技术经验丰富。公司架构稳定，董事长周俊杰先生直接持有50.14%股份，并通过杭州俊毅投资间接持有5.97%的股份，合计持股比例为56.11%，为公司实际控制人。公司核心管理层多在公司任职多年，于餐饮设备行业经验丰富，且合作稳固。

图2：实控人周俊杰先生直接或间接持有公司合计56.11%的股份



资料来源：Wind、开源证券研究所

**对外吸引高级技术管理人员。**董事长周俊杰先生带队智能化新品的研发及销售，同时积极寻找高级技术管理人员，推动技术进步。2023年1月，聘任肖长亮先生为公司副总经理，分管技术，肖长亮先生是制冷工程硕士，曾任海尔集团、海信集团研发高管。

**表1：公司核心管理团队技术经验丰富**

高管	职务	年龄	学历	履历
周俊杰先生	董事长	55	专科	1968年7月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，高级经济师。历任杭州俊杰包装材料厂厂长，俊腾投资执行董事兼经理，俊毅投资执行董事兼总经理，杭州银都不锈钢厨房设备厂厂长，银都制冷执行董事兼经理。现任公司董事长，银瑞制冷执行董事兼经理，银瀚设备执行董事兼经理，银博投资执行事务合伙人，开市酷执行董事兼经理，银萨进出口执行董事兼经理。 <b>带队智能产品研发及销售。</b>
吕威先生	副董事长	61	专科	1962年11月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，技术员，高级经济师。历任杭州制动材料厂职工，杭州不锈钢厨房设备厂职工，杭州银都不锈钢厨房设备厂职工，银都制冷副经理，银都有限副总经理、生产部部长。现任公司副董事长。
蒋小林先生	董事	77	本科	1946年11月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，高级工程师。历任西北电业管理局电力建设第三工程公司技工，西北电力建设器材厂车间技术员、设计室主任工程师、技术副厂长，杭州不锈钢厨房设备厂副厂长，杭州银都不锈钢厨房设备厂副经理，银都制冷副经理，银都有限总工程师。现任公司董事，银都辐照监事，兼任全国制冷标准化技术委员会冷藏柜分技术委员会委员。
朱智毅先生	董事、副总经理	49	专科	1974年10月出生，中国国籍，具有新加坡永久居留权，大专学历。历任银都制冷上海区销售经理，银都有限供应部部长。现任公司董事、副总经理、供应部长，银瑞制冷监事，俊毅投资监事，俊腾投资监事，开市酷监事，银萨进出口监事。 <b>主要负责采购。</b>
朱文伟先生	总经理	52	专科	1971年7月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，高级经济师。历任浙江二轻大厦购物中心员工，杭州银都不锈钢厨房设备厂员工，银都制冷北京区销售经理，银都有限总经理助理，银都股份总经理助理。现任本公司总经理，银瀚设备监事、银涂冠厨监事。 <b>主要负责整体运营。</b>
鲁灵鹏先生	副总经理、董事会秘书	37	本科	1986年9月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。历任俊腾投资职员，银都有限职员、总经理秘书。现任公司董事会秘书，副总经理。 <b>主要负责信息披露。</b>
王春尧先生	副总经理	51	专科	1972年1月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。历任浙江数码信息产业有限公司项目经理，现任公司副总经理。 <b>主要负责生产。</b>
肖长亮先生（新任）	副总经理	40	硕士	1983年出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，制冷工程硕士，工商管理硕士，高级工程师。历任海尔集团冰冷研发项目经理、超前开发部长，海信集团冷柜结构部部长、冷柜研发总经理。2022年4月起任公司副总工程师兼技术中心总监，现任公司副总经理、总工程师。 <b>主要负责技术工作。</b>
王芬弟女士	财务负责人	47	本科	1976年11月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，中级会计师。历任杭州天马定时器厂会计，杭州宏达机械设备有限公司会计，银都有限财务经理。现任公司财务负责人。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**对内股权激励绑定核心管理团队。**公司分别于 2018 年、2021 年各发布两次为期 3 年的股权激励计划，解除限售的业绩考核目标均为净利润年增长率不低于 10%、或收入年增长率不低于 10%。2018 年的第一次股权激励共授予限制性股票 950 万股，占激励公告日股本的 2.37%，计划覆盖核心管理层及员工合计 123 人，预留 6 人；2021 年的第二次股权激励共授予限制性股票 1067 万股，占激励公告日股本的 2.60%，计划覆盖核心管理层及员工合计 168 人，预留 9 人。

**表2：公司分别于 2018 和 2021 年各发布两次为期 3 年的股权激励计划**

姓名	职位	2018 年		2021 年	
		获授的限制性股票数量(万股)	占本激励计划公告日股本总额的比例	获授的限制性股票数量(万股)	占本激励计划公告日股本总额的比例
朱文伟先生	总经理	75	0.19%	90	0.22%
林建勇先生	原销售副总	50	0.12%		
王春尧先生	副总经理	75	0.19%	60	0.15%
鲁灵鹏先生	副总经理、董事会秘书	30	0.07%	30	0.07%
王芬弟女士	财务负责人	30	0.07%	30	0.07%
中层管理人员及核心业务人员		679.5 (118 人)	1.70%	847.5 (164 人)	1.97%
预留		10.5 (6 人)	0.03%	50 (9 人)	0.12%
合计		950 (124 人)	2.37%	1067 (173 人)	2.60%
解禁考核时间 (分三批)		2018/2019/2020 年		2021/2022/2023 年	
业绩考核目标		公司需满足下列两个条件之一：以 2017 年净利润为基数，2018/2019/2020 年净利润增长率不低于 10%/21%/33%；以 2017 年营业收入为基数，2018/2019/2020 年营业收入增长率不低于 10%/21%/33%。		公司需满足下列两个条件之一：以 2020 年净利润为基数，2021/2022/2023 年净利润增长率不低于 10%/21%/33%；以 2020 年营业收入为基数，2021/2022/2023 年营业收入增长率不低于 10%/21%/33%。	

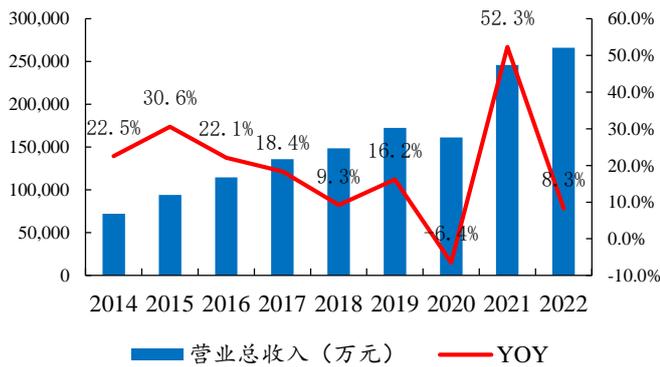
资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、财务：营收和利润稳增长，成本端迎拐点

**2014-2019 年公司营收和净利稳定在约 20%的年复合增速。**2020 年受到疫情影响，国内外下游餐饮闭店增加，需求萎缩，叠加海运不畅，2020 年公司收入同比减少 6.4%，但受益于出口业务占比增加，净利润仍同比增长 4.4%。2021-2022H1，疫情放开海外餐饮快速复苏，叠加海运受阻下游经销商备货，公司收入增长较快，2022 年公司实现收入 26.63 亿元/yoy+8.3%，净利润 4.49 亿元/yoy+8.96%。**2022Q3 开始，美国下游经销商进入去库存周期，**公司表示截止 2023Q2 美国经销商库存已基本见底。随着疫情影响的消退，预计未来营收将回归稳定增长。

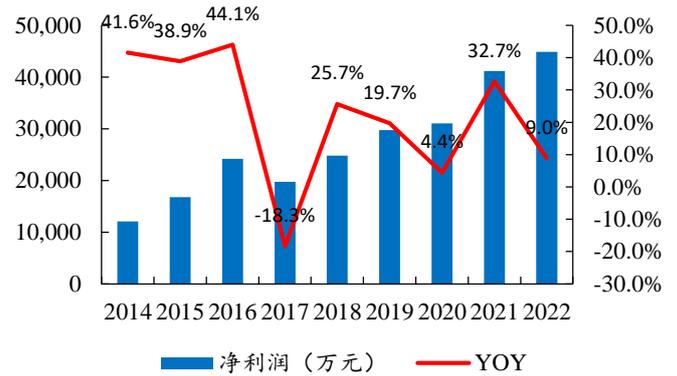
**近 5 年公司平均毛利率为 42.1%，平均净利率为 17.4%，盈利能力强。**疫情期间公司毛利率、净利率受海运费影响，盈利能力弱于疫情前。伴随海运费及原材料成本下跌，2023Q1 公司毛利率已恢复至 40.1%，预计未来公司毛利率、净利率将环比逐季度改善。

图3: 2014-2019 年公司营收 CGAR 为 19%



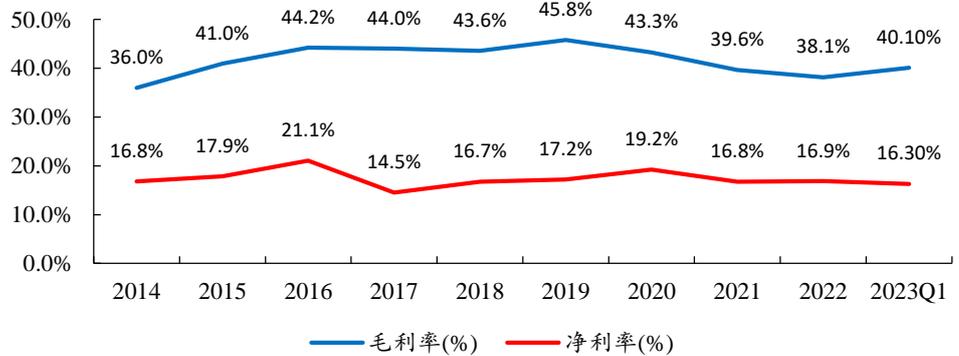
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 2014-2019 年公司净利润 CGAR 为 20%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

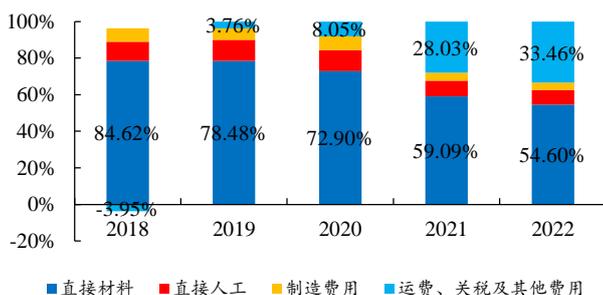
图5: 受疫情影响, 公司毛利率、净利率下滑, 2023Q1 毛利率改善



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

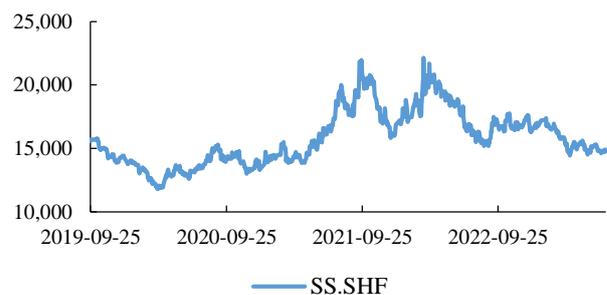
原材料及海运价共振, 利润率有望逐季改善。疫情前直接材料占公司营业成本的比重约为 80%, 目前不锈钢价格已回落至约疫情前水平。受海运费大幅涨价影响, 尽管公司已针对海运费向下游客户提价, 但存在滞后性, 2021/2022 年海运费占营业成本的比重分别为 28.03%/33.46%, 较疫情前大幅提升, 目前海运价格也大幅回落至约疫情前水平。由于库存周期, 营业成本回落需要约 6-7 个月的时间反应至报表端, 预计公司二、三、四季度利润率将逐季改善。

图6: 2021 年开始运费等占营业成本的比重大幅提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

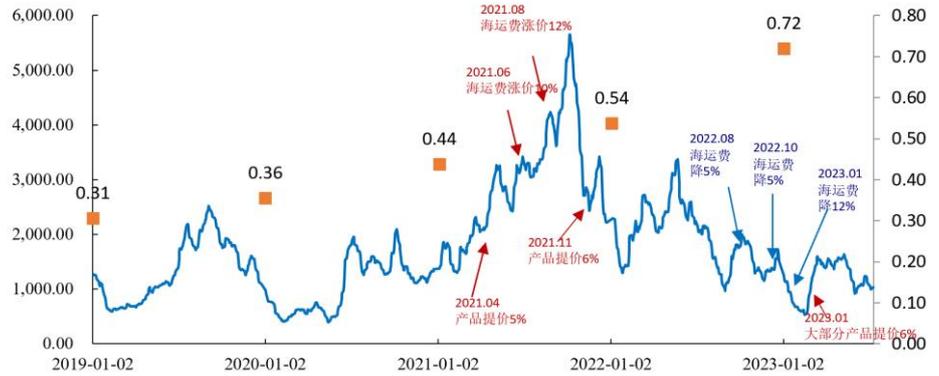
图7: 不锈钢价格较俄乌冲突时的高点大幅回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

针对海运费的上涨，公司共提价 2 次合计提价 22%，由于海运费已基本恢复正常，截至 2023 年 1 月公司已将前期海运费提价抹回。针对原材料及经营成本上升，2021 年 4 月至 2023 年 1 月公司共提价 3 次合计提价约 17%，该部分提价已与下游客户达成一致，未来不予再降。

图8：海运价格较高点大幅回落，产品合计提价抵消原材料上涨

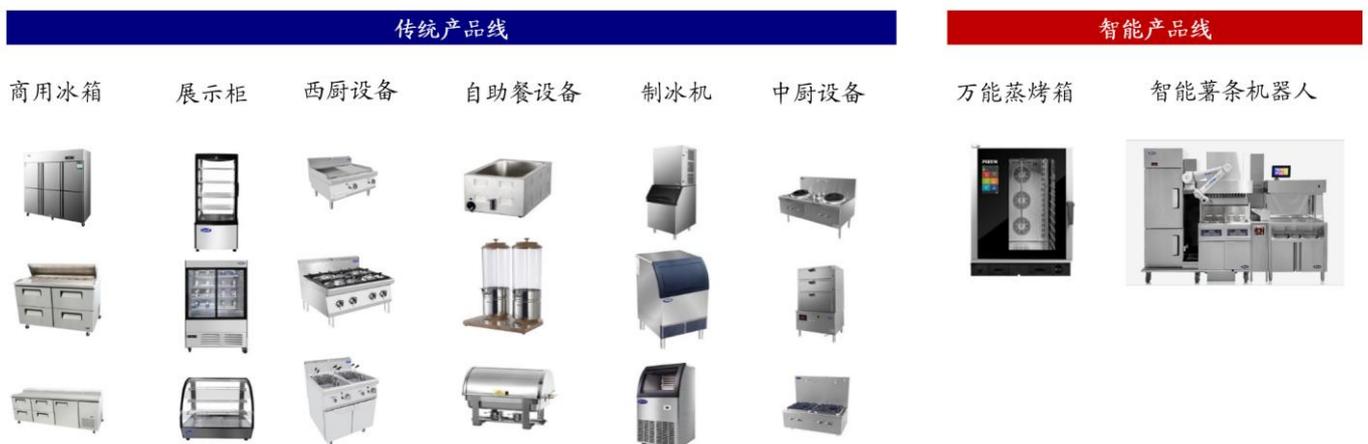


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、制冷设备+西厨设备稳固基本盘，智能产品贡献弹性

商用厨房设备行业领导者，厨房智能化为新导向。银都股份的主要产品线涵盖了商用厨房设备制冷、制热的各个领域，包括商用冰箱、西厨设备、中厨设备、自助餐设备、展示柜、制冰机等。近年来公司增加“厨房智能化”战略，围绕下游餐饮客户痛点，于 2023 年开始，正式推广并销售智能化新品万能蒸烤箱、智能薯条机器人，其中智能薯条机器人获 2023 年厨房创新 (KI) 奖。公司产品不仅满足了不同类型和规模的餐饮企业的需求，也为餐饮行业提供了创新和优质的解决方案，并以其节能、环保、耐用、高效、安全、多功能等特点，在国内外市场上赢得了广泛的认可和好评。

图9：公司产品可分为传统产品线及智能化产品线

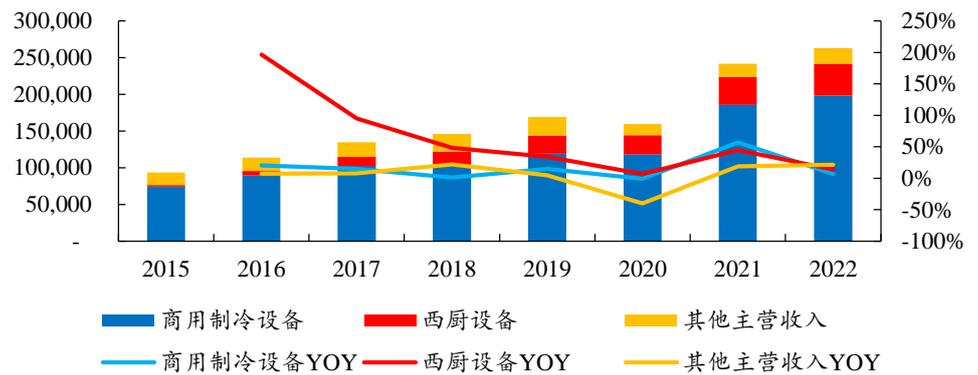


资料来源：银都股份官网、Atosa 官网、开源证券研究所

## 2.1、主营：制冷设备+西厨设备稳定增长，出口型 OBM 为主

分产品来看，商用制冷设备营收占比最高，西厨设备增速较快。公司主营业务收入可划分为商用制冷设备、西厨设备及其他主营收入，其中其他主营收入主要包含自助餐设备、维修配件等收入。2022 年，商用制冷设备、西厨设备及其他主营收入的营收分别为 19.85/4.31/2.17 亿元，收入占比分别为 75%/16%/8%，2018-2022 年的年复合增速为 18%/24%/-2%，西厨设备增速较快。

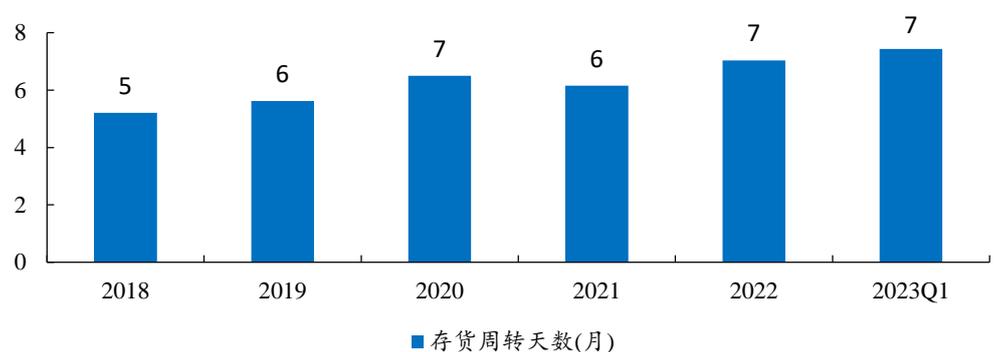
图10：2022 年商用制冷设备收入占比为 75%，西厨设备收入增速较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司对下游客户采取全链路仓储物流服务，整体周转较慢。疫情前的正常库存水平约为 5-6 个月。2022Q3 开始受下游去库存影响公司自身库存走高，受益于下游经销商去库存，目前美国市场库存已由前期 7 个月左右的高点回落至约 5 个月。

图11：受经销商备货影响公司自身库存走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

国内业务完全采用 OBM 模式，国外业务以 OBM 为主导，辅以少量的 ODM 模式。公司在国内市场拥有“银都餐饮设备”、“五箭”、“伊萨”等知名品牌，国外市场则通过在英国、美国、德国、法国、意大利、澳大利亚、加拿大等国家设立的销售子公司，推广自有品牌产品(Atosa 为主)。公司的海外自有品牌产品通过经销商渠道进行分销，采用买断式销售政策。同时，为激励经销商的积极性，公司根据经销商的年度采购和回款情况，按照不同的产品类别给予一定比例的返利。对同一产品实行统一出厂定价政策，对于细节修改的定制化产品则协商定价，与 OBM 产品相比，公司不承担 ODM 产品的售后服务和品牌推广责任。

图12：银都股份旗下自主品牌



资料来源：公司公告、银都股份官网

OBM 及出口业务占比不断提升，毛利结构持续优化。2022 年 OBM 销售收入占比 76.74%，较 2014 年提升 16.41pct，营收规模约为 ODM 业务的三倍。2022 年 OBM 模式毛利率为 39.62%，ODM 模式毛利率为 33.26%，OBM 毛利率优于 ODM。2022 年国内餐饮市场受疫情影响，外销收入占比进一步提升至 95.44%，2022 年外销业务毛利率为 38.4%，内销毛利率为 32.42%。

图13：公司 OBM 业务占比较 2014 年大幅提升

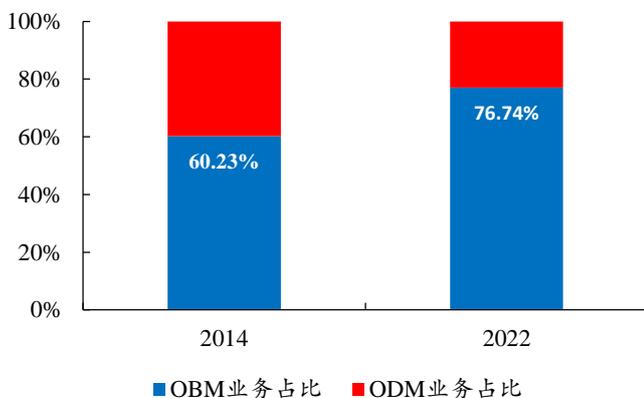
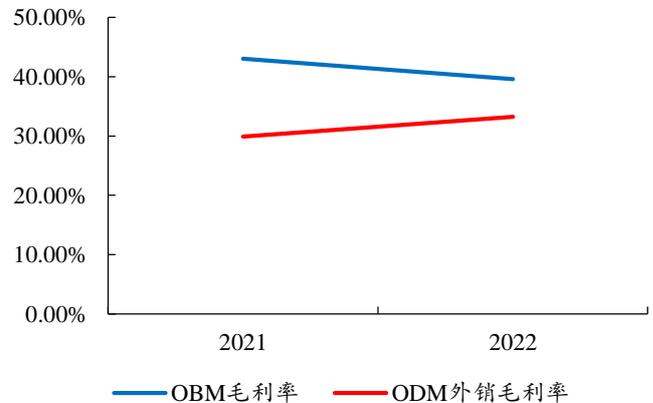
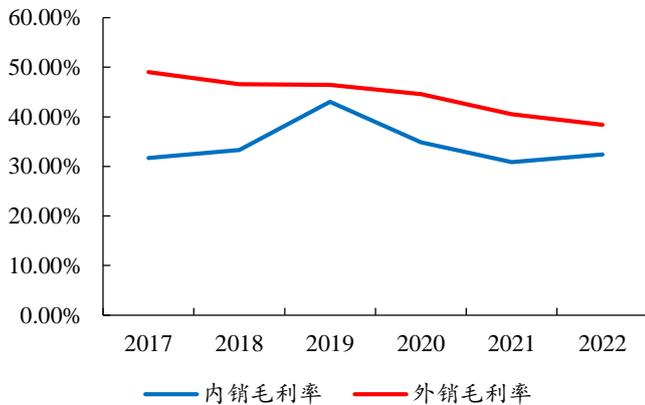
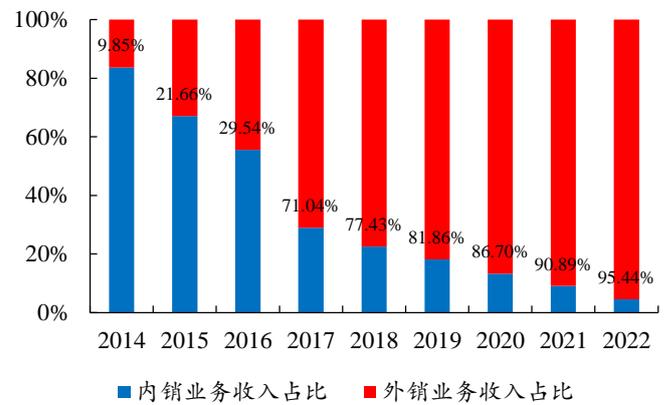


图14：OBM 毛利率高于 ODM



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图15：外销毛利率高于内销**

**图16：2022 年公司外销业务占比提升至 95.44%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、布局：销售端立足美国拓展全球，生产端转向泰国产能释放

**深耕美国市场，布局趋于完善。**2012 年公司设立美国子公司，多年耕耘下已完成全美行业内各个采购集团的部署，美国子公司销售收入持续增长，市场份额不断扩大，2022 年美国子公司实现营业收入 15.74 亿元，占总收入的 59%。公司已完成覆盖全美的仓储营销服务体系、以及终端客户售后服务体系的打造，商用冰箱在美国的市场份额持续提升，2022 年达到 10% 以上。

**复制成功案例，持续拓展欧洲各国。**公司所生产的商用餐饮制冷设备已获得多个国家和地区的认证（Energy Star、ETL、CE、CB、ROHS、GEMS、GS、CCC、FDA 等）。欧洲各子公司的销售收入逐年增长，英国和法国子公司均已打入多个当地知名采购集团，2022 年公司在英国购置土地，着力试点海外仓储中心的智能化建设，并已在德国、法国、意大利等国逐步部署，打开成长空间。

**表3：公司重点布局美国市场，持续开拓欧洲市场**

公司名称	所在地区
ATOSA CATERING EQUIPMENT UK LTD	英国阿托萨
ATOSA CATERING EQUIPMENT(France)SARL	法国阿托萨
ATOSA CATERING EQUIPMENT(Germany) GmbH	德国阿托萨
ATOSA CATERING EQUIPMENT ITALY SRL	意大利阿托萨
FLOW CHEER INTERNATIONAL TRADING LIMITED	香港
ATOSA CATERING EQUIPMENT (AUSTRALIA) PTY LTD	澳大利亚阿托萨
ATOSA CATERING EQUIPMENT (Thailand) Co.,Ltd	泰国生产基地
ATOSA CANADA, INC.	加拿大阿托萨
YD USA,INC.	银都美国
ATOSA USA,INC.	美国阿托萨
ATOSA KITCHEN EQUIPMENT SPAIN, S.L.	西班牙阿托萨、西班牙子公司
YINDU UK LTD	银都英国
YINDU FRANCE INVESTMENT	银都法国

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**提早布局海外工厂，泰国产能释放，降低出口政策影响风险。**目前公司拥有两个生产基地，分别位于杭州和泰国，泰国基地位于罗勇工业区。2016年公司杭州工厂的制冷设备产能为42.5万台，西厨设备产能为3.5万台。银都股份于2018年开始在泰国建厂，2019年部分产能投产，主要生产商用制冷设备和西厨设备。公司泰国工厂的产品主要发往美国子公司，泰国发往美国的产品享受免关税政策，有效降低了中美贸易摩擦带来的关税影响。伴随新增产能释放，预计2023年下半年由泰国工厂发往美国子公司的比重有望达到80%。

泰国厂区包括两个地块，地块一已建设完成基本达产，一期计划生产10万台商用冰箱，二期原计划为生产5万台商用冰箱，后因制冰机销售起量改为生产制冰机及相关配件。地块二正在建设中，地块二一期计划生产相关智能化餐厨设备。

**表4：公司泰国工厂产能逐步释放**

投资项目	投资总额（万元）	完工日期	2022年实现收益（万元）
炉具等西厨设备扩产项目	40,355	一期2020年2月完工 二期2022年12月完工	8,634
自助餐设备产业升级项目	9,743	2023/3/15	
新增年产10万台商用制冷设备项目	14,368	一期2020年6月完工 二期2021年6月完工	17,418

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.3、新品：抢先布局产品智能化，逐梦大海星辰

公司持续推出智能化餐厨设备，新品毛利率较高，开启全新市场的同时有望带动盈利能力再上台阶。

### 2.3.1、万能蒸烤箱：公司首款智能产品，顺应集成化趋势

万能蒸烤箱是一款集合热风烤箱、蒸箱、烧烤炉和烤肉炉等各种专用设备于一体的多功能烹饪设备。硬件上可通过热量、强力蒸汽以及两者组合的方式烹饪，软件上自带烹饪菜谱及智能系统，可通过传感器识别食物大小、数量、褐化状态等，自动调整参数，并根据空气的干湿环境适时调整，还可根据食物特性组织共同烹饪以及最佳烹饪顺序，同时具备自清洁系统。根据Rational中国，与传统烹饪技术相比，使用iCombi Pro可最多减少70%的能耗、60%的工作量、30%以上的空间以及25%的原料成本，大幅提升效率，减轻厨房员工工作负荷。

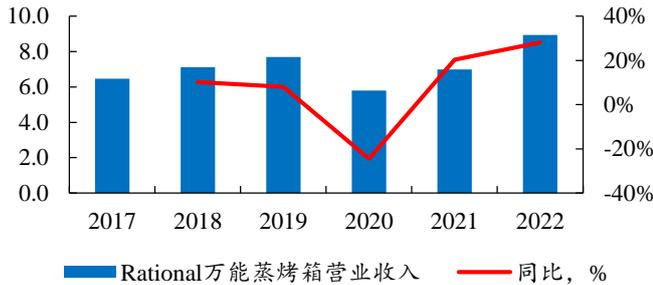
**图17：银都万能蒸烤箱型号丰富，主打性价比**



资料来源：Atosa 官网

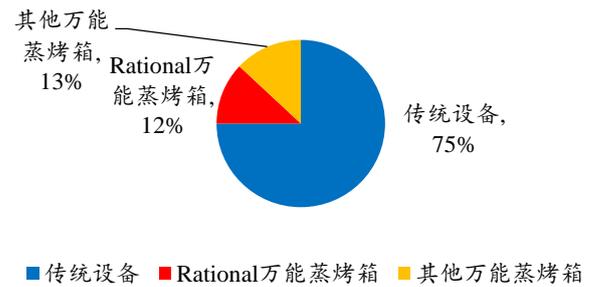
全球市场规模约 142 亿元，产品渗透率约为 25%。2022 年 Rational 万能蒸烤箱产品收入为 8.9 亿欧元，其市场份额约为 50%，可推测万能蒸烤箱的全球市场规模约 142 亿元。全球约有 480 万间厨房适合安装万能蒸烤箱，截止 2023Q1 渗透率约为 25%，仍有 75% 的厨房使用传统蒸烤设备，渗透率仍有较大提升空间。

图18: 2022 年 Rational 万能蒸烤箱产品收入为 8.9 亿欧元 (单位: 亿欧元, %)



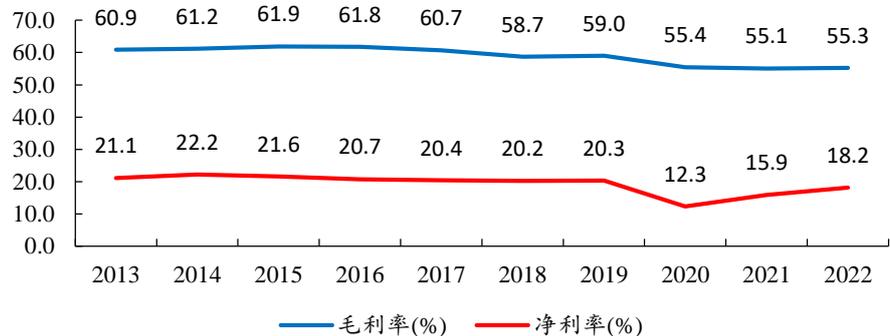
数据来源: Rational 公司公告、开源证券研究所

图19: 截止 2023Q1, 万能蒸烤箱的渗透率约为 25%



数据来源: Rational 公司公告、开源证券研究所

图20: Rational 利润率维持在较高水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 2.3.2、智能薯条机: 先发优势, 经济性与实用性兼备

24 小时工作减轻员工负荷, 产品定价具备较高经济效益。公司智能薯条机一用款售价为 5 万美金, 两用款售价为 7.5 万美金。产品包含冷冻冰箱、漏斗、分配器、带过滤网的油炸池、垃圾站等餐厅本就需要采买的餐厨设备, 机械手臂也可以与现有的油炸设备集成, 具备高性价比。美国单个薯条工的月薪约为 4427 美金, 叠加其他福利后单个员工的年薪约在 6-7 万美金。

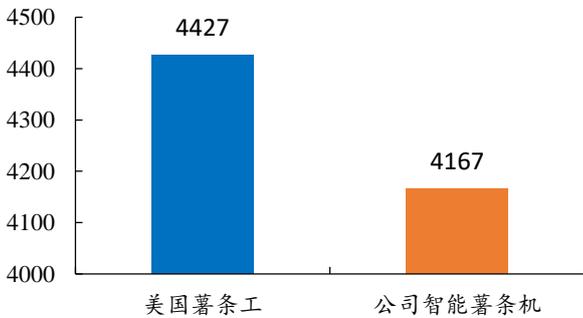
公司产品根据下游客户厨房面积及具体动线设计, 且在机器发生故障时可切换至手动模式, 具备适配性和实用性。公司智能薯条机已与部分北美大型连锁餐饮客户签订初步保密协议, 并安装测试样机。

图21: 银都自动炸薯条机器人, 获厨房创新奖



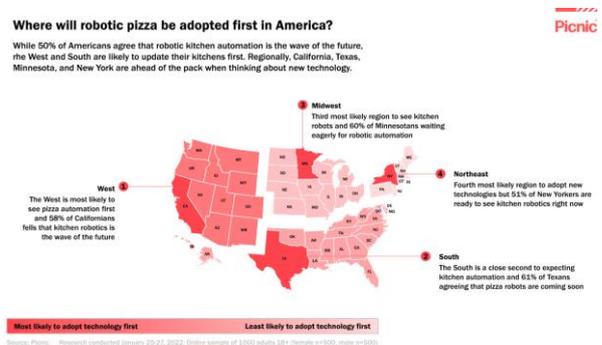
资料来源: Atosa 官网

图22: 美国薯条工每月薪资约为 4427 美金, 公司智能薯条机售价 5 万美金按 12 个月摊销每月花费 4167 美金



数据来源: Miso Robotics、开源证券研究所

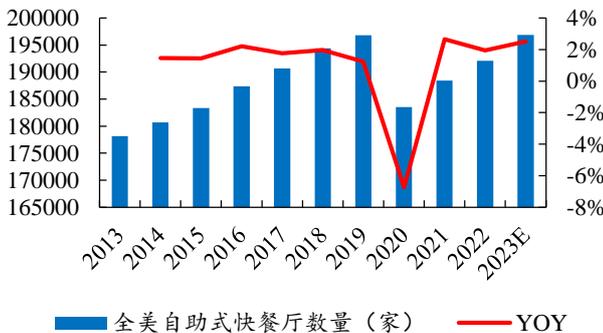
图23: 调查显示美国西部最可能率先采用厨房机器人



资料来源: Picnic 官网

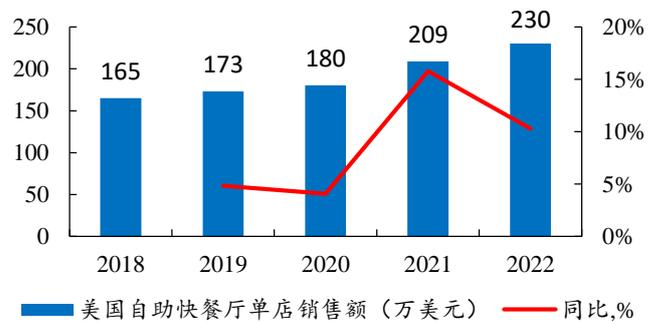
美国合计约有 20 万家自助式快餐店 (QSR), 公司产品市场空间广阔。2013-2019 年, 美国 QSR 数量每年以约 2% 的同比增速增长。疫情导致 2020 年美国 QSR 数量减少 1.3 万家, 管控放开后餐厅数量持续增长, 2023 年美国 QSR 数量有望超过 2019 年。2022 年美国自助快餐店平均单店销售额为 230 万美元, 同比增长 10.3%, 产品售价 (5 万美金) 约占年均销售额的 2%。

图24: 预计 2023 年全美自助式快餐店 (QSR) 数量约为 20 万家



数据来源: IHS Markit、开源证券研究所

图25: 2022 年美国自助快餐店平均单店销售额为 230 万美元, 同比增长 10.3%



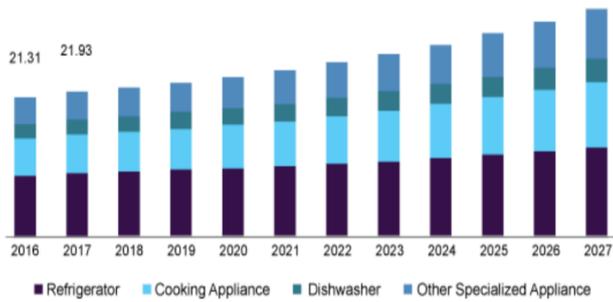
数据来源: Wind、IHS Markit、开源证券研究所

## 3、商厨设备：行业稳增长高毛利，二季度末进入补库周期

### 3.1、行业概况：市场规模稳定增长，周期与新开店相关

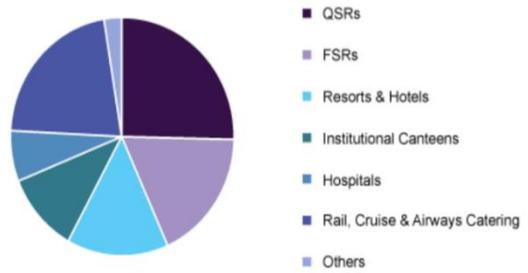
全球商用餐饮设备行业稳定增长，预计 2020-2027 年 CAGR 为 6.7%。2019 年全球商用餐饮设备市场规模为 797.2 亿美金，尽管下游餐企受疫情影响，2020 年全球市场规模仍同比增长 5.2% 至 838.3 亿美金，行业受经济周期的波动影响相对较小。Grandview Research 预计 2020-2027 年，全球商用餐饮设备市场规模 CAGR 为 6.7%。按产品划分，制冷设备占比超 40%；按终端划分，自助式快餐厅（QSR）占比超过 20%。其中，美国 2017 年商用餐饮设备市场规模在 219.3 亿美金，制冷设备占据最大份额。

图26：2017 年美国商用厨房市场规模为 219.3 亿美元，并保持稳定增长（单位：十亿美金）



资料来源：Grandview Research

图27：按终端分，全球商用餐饮设备市场规模中 QSR 占比超过 20%



资料来源：Grandview Research

#### 3.1.1、美国：餐饮销售额持续增长，二季度末进入补库周期

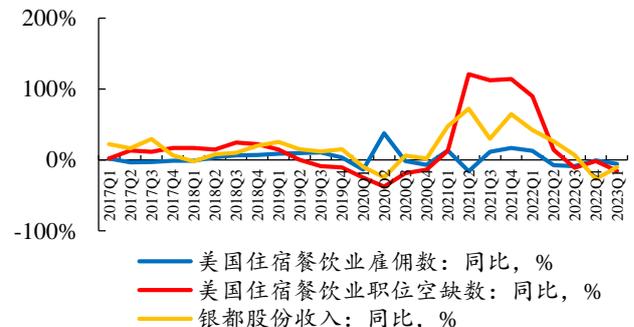
疫情前美国餐饮销售额维持在 6% 左右的稳定增速，2023 年 1-6 月同比增长 13%。2020 年因疫情限制消费场景，美国餐饮销售额同比减少 15%，2021 年放宽后美国餐饮销售额快速恢复并超过 2019 年水平，2020-2022 年的复合增速为 8%。2023 年 1-6 月美国餐饮销售额同比增长 13%，维持高景气。每月新增职位空缺数与新开店数挂钩，公司收入与下游开店周期相关，同比波动方向与美国新增住宿及餐饮业职位空缺数基本吻合。

图28：2022 年美国餐饮销售总额达 9755 亿美元，2023 年 1-6 月同比增长 13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

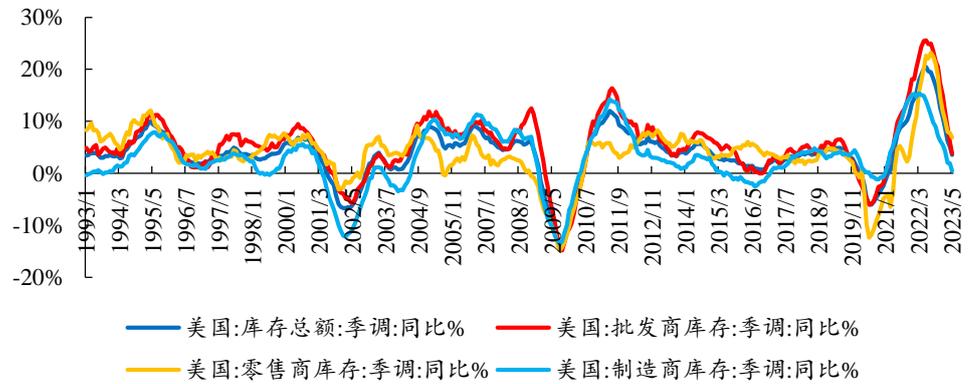
图29：公司营收同比增速与美国职位空缺数同比增速具有较强拟合度



数据来源：Wind、开源证券研究所

美国整体逐步迈入被动去库+主动补库周期，下游经销商库存已逐步触底。对美国出口大多位于被动去库以及主动补库存阶段，增速有望触底回升。2023Q2 开始美国库存量同比增速已逐步接近于临界值，公司反馈美国的下游经销商二季度库存已基本消化完成，有望于三季度开启补库周期。

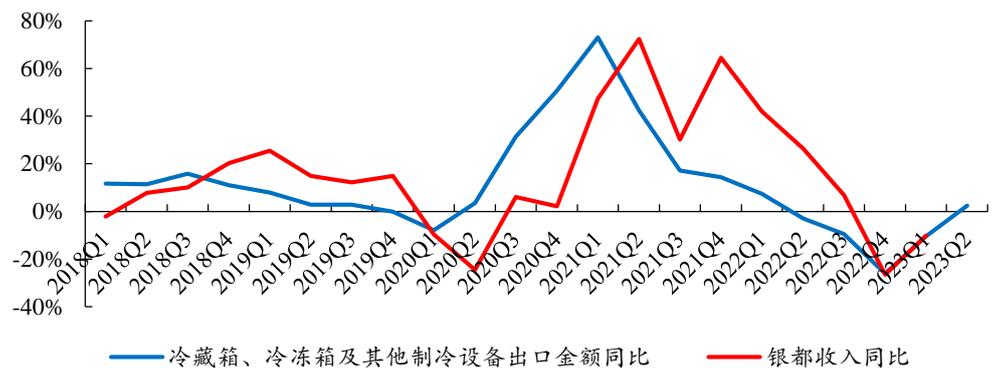
**图30：2023Q2 开始美国库存量同比增速已逐步触底**



数据来源：Wind、开源证券研究所

历经4个季度的负增长，2023Q2 中国以美元计价的冷藏箱、冷冻箱及其他制冷设备出口金额同比转正，其中2023年4、5、6月分别实现出口金额13.79、14.28、13.54亿美元，同比增长0%、5%、2%，二季度合计同比增长2%。从历史数据来看，公司收入与出口金额相比存在约1个季度的滞后性，我们预计下半年公司传统业务将迎来同比改善。

**图31：2023Q2 中国冷藏箱、冷冻箱及其他制冷设备出口金额同比增长2%（美元计价）**



数据来源：海关总署、公司公告、开源证券研究所

### 3.1.2、国内：下游复苏，2023 年上半年新开店大幅增长

疫情三年国内餐饮行业发展受限，2023 年上半年国内餐饮收入及新开店都已大幅回暖。2023 年 1-6 月，全国餐饮收入 24329 亿元，同比增长 21.4%，为 2019 年同期的 114%。受益于一系列促消费政策以及线下消费场景的恢复，餐饮行业持续回暖。1-6 月全国餐饮相关企业的新注册量为 202.2 万家，相当于 2019 年全年新注册量的 84%，多地出现“报复性开店”，对于餐饮设备的需求大幅增加。

图32：2023 年 1-6 月中国社零餐饮收入同比增长 21%，为 2019 年同期的 114%

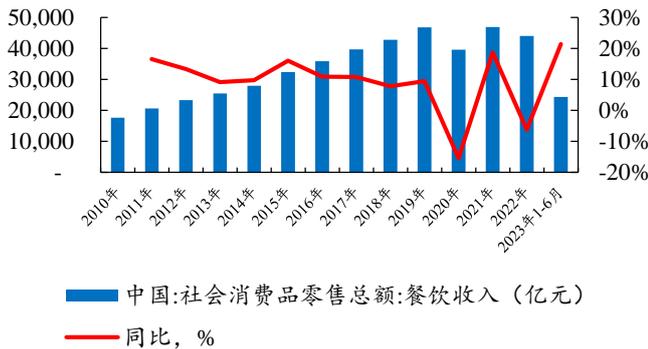
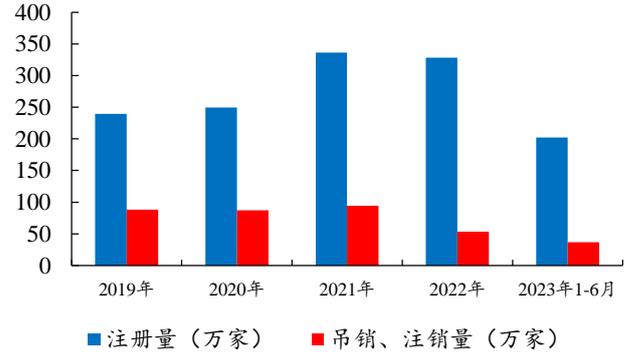


图33：2023 年上半年全国新注册餐企达 202.2 万家，为 2019 年全年的 84%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：企查查、开源证券研究所

## 3.2、主要竞对：海外玩家享受品牌溢价，国内以代工及中低端为主

### 3.2.1、海外：国际巨头高份额、高毛利，享受品牌溢价

美国商用冰箱市场，Ture Manufacturing 约占据 25%-30% 的市场份额，Turbo Air 次之，市场份额约为 15%-20%。银都股份凭借高性价比的产品以及优质的售后服务，目前公司在美国商用冰箱的市场份额已提升至 10% 以上。在制冰机方面，公司在美国市场的主要竞争对手是日本星崎。在智能薯条机器人方面，主要竞争对手是 Middleby 及 Miso Robotics(初创公司)。在万能蒸烤箱方面，主要竞争对手是 Ali Group 和 Rational。

表5：海外市场主要竞争对手情况

企业名称	成立时间	总部所在地	主要竞争领域	简介
True manufacturing	1945	美国	商用制冷设备	拥有 60 多年的商用冰箱生产历史，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	1997	美国	商用制冷设备	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	1980	英国	商用制冷设备	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。

企业名称	成立时间	总部所在地	主要竞争领域	简介
日本星崎	1947	日本	制冰机	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。
Middleby	1888	美国	西厨设备，开发智能薯条机器人	Middleby 致力于为商用、工业和家用的餐饮业提供最先进的解决方案。Middleby 的目标是为未来设定标准，力求在所有方面做到卓越。主要产品包括商用厨房、饮料和技术解决方案、高端奢华的家用厨房和户外烧烤设备、大规模加工、烘焙和包装应用等。
Ali Group	1963	意大利	万能蒸烤箱	Ali Group 开发、制造、营销和服务广泛的用于商业烹饪、准备和加工的设备，拥有 114 个品牌和分布在 17 个不同国家的 75 个制造基地。2022 年 7 月 29 日，Ali Group 以每股 24.00 美元（即总股本价值约 35 亿美元）和 48 亿美元的全现金交易收购 Welbilt。
Rational	1973	德国	万能蒸烤箱	Rational 是大型商业厨房热食设备和服务的供应商，在组合蒸烤箱技术领域处于领先地位。客户包括美食、酒店业、系统餐饮以及用于公共餐饮的厨房。

资料来源：Wind、公司招股说明书、开源证券研究所

国际巨头享受一定品牌溢价，公司毛利率位于行业均值水平，净利率优于行业。商用设备龙头公司以自主品牌为主，Middleby、日本星崎产品品类较为丰富，营收规模远大于公司。Rational 专注万能蒸烤箱赛道，营收规模在 60 亿元左右。2022 年三家上市公司的平均毛利率约为 42.0%，净利率约为 12.3%。

**表6：行业平均毛利率在 40%以上，公司营收规模远小于国际巨头**

	2018	2019	2020	2021	2022	
Middleby	收入（亿元）	186.88	206.80	163.99	207.26	280.87
	净利润（亿元）	21.77	24.61	13.53	31.14	30.41
	毛利率，%	36.9%	37.3%	35.1%	36.8%	35.9%
	净利率，%	11.7%	11.9%	8.3%	15.0%	10.8%
Rational	收入（亿元）	61.04	65.93	44.58	56.29	75.89
	净利润（亿元）	12.34	13.41	6.43	8.93	13.79
	毛利率，%	58.7%	59.0%	55.4%	55.1%	55.3%
	净利率，%	20.2%	20.3%	12.3%	15.9%	18.2%
日本星崎	收入（亿元）	181.19	185.94	150.70	152.07	168.25
	净利润（亿元）	15.92	15.66	7.24	12.01	12.75
	毛利率，%	33.8%	37.7%	37.4%	36.3%	34.8%
	净利率，%	8.9%	8.4%	4.9%	8.0%	7.8%
<b>平均毛利率，%</b>		<b>43.1%</b>	<b>44.7%</b>	<b>42.6%</b>	<b>42.7%</b>	<b>42.0%</b>
<b>平均净利率，%</b>		<b>13.6%</b>	<b>13.6%</b>	<b>8.5%</b>	<b>13.0%</b>	<b>12.3%</b>
银都股份	收入（亿元）	14.86	17.26	16.14	24.59	26.63
	净利润（亿元）	2.48	2.97	3.11	4.12	4.49
	毛利率，%	42.8%	45.0%	42.7%	39.0%	37.8%
	净利率，%	16.7%	17.2%	19.2%	16.8%	16.9%

资料来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 3.2.2、国内：主要竞争对手以代工及中低端为主

国内商用餐饮设备行业经过多年的发展，已形成一定规模，但还集中在代工及中低端市场。国内竞对出口以为国际品牌代工为主，或被国际巨头收购。内销中低端产品的同质化现象较为突出，缺少高端品牌产品。

表7：国内市场竞争对手以代工及中低端为主

企业名称	成立时间	总部所在地	简介
广东星星制冷设备有限公司	1989	广东	致力于制冷产业的研发与制造，产品涵盖厨房冰箱、客房小冰箱、制冰机、毛巾消毒箱等，厂房占地 20 万平方米，拥有获得北美能源之星 TMP 认证的型式试验室，是全国最大的商用厨房冰箱生产基地之一
浙江爱雪制冷电器有限公司	2005	浙江	专业生产商用冷冻、冷藏冰箱、制冰机及陈列柜。厂房占地 50 亩，建筑面积约 4 万 5 千平米。产品通过中国“3C”认证和欧洲“CE”、“ROHS”认证等。拥有六大系列 150 多个规格的产品，所生产的商用厨房冰箱、制冰机、陈列柜、冷柜和超低温冰箱等广泛用于宾馆、酒店、超市、糕点、菜篮子工程。产品销往欧洲、南美洲、东南亚等地。 <b>2015 年 6 月，被星崎（中国）投资有限公司收购。</b>
山东宏泰电器有限公司	1989	山东	是“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，80 年代中期引进国外先进技术起步，至今已有多年的生产历史。厂区占地 6 万平方米，建筑面积 6.2 万平方米，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	2005	广东	拥有 50,000 多平方米的现代标准厂房，具有一批先进技术的生产、加工设备和一大批专业技术队伍。对不锈钢异型产品和深拉工艺有多年的研究经验和一套成熟的生产、加工技术。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。

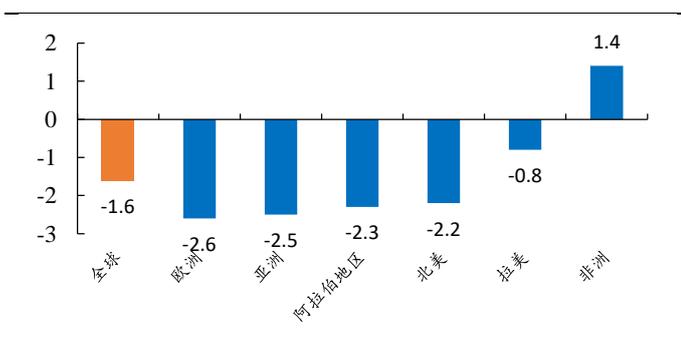
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

## 4、智慧餐厨：欧美应用场景广泛，餐厨要求低落地快

### 4.1、需求端一：欧美招工难、招工贵，下游需求迫切

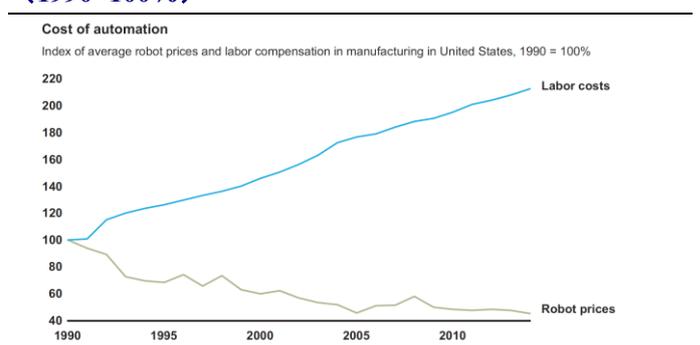
发达经济体劳工参与率下降，餐饮业需增加自动化。国际劳工组织预计 2015 至 2030 年，全球劳工参与率将下降 1.6%，发达经济体有动力将其产业转移至其他国家，或者增加机械自动化。其中，餐饮业不同于制造业，属于内销无法通过转移至发展中国家来降低成本，下游客户有动力增加自动化，替代低工资劳动力。

图34：2015-2030 年劳动力参与率预计下降（百分点）



数据来源：国际劳工组织、开源证券研究所

图35：美国制造业机器人平均价格和劳动报酬指数（1990=100%）

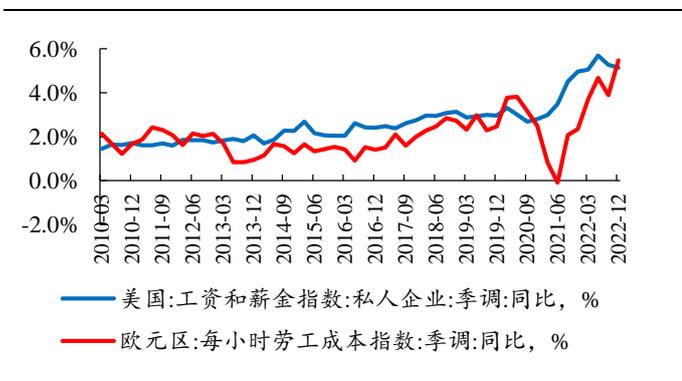


资料来源：麦肯锡

疫情开始欧美用工成本加速攀升，企业利润承压。受俄乌冲突及通胀影响，美国及欧洲人工成本大幅上涨，2022Q4美国及欧洲的薪金指数同比涨幅都在5%以上。参考制造业机器人平均价格，受益于规模效应及技艺精进，机器人价格呈下降趋势，提高效率的同时缓解企业成本压力。

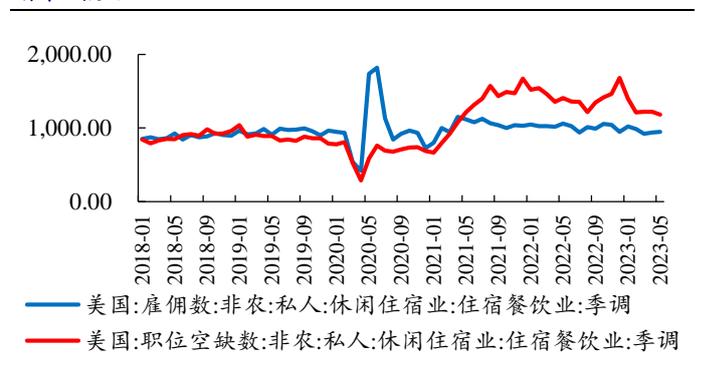
疫情放开后美国住宿餐饮业招工难问题凸显。疫情以前，美国住宿餐饮业每月新增雇佣数与职位空缺数大致匹配，2019年每月新增雇佣人数甚至高于职位空缺数，供需相对平衡。2021年5月开始，美国餐饮业复苏需要招聘大量员工，但疫情期间美国政府增加补助，部分青年不愿再从事工作强度大、高重复度且低回报的工种，每月职位空缺数激增至100万人以上，供需缺口扩大，自动化需求甚于以往。

图36：疫情开始美国及欧洲劳工成本加速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

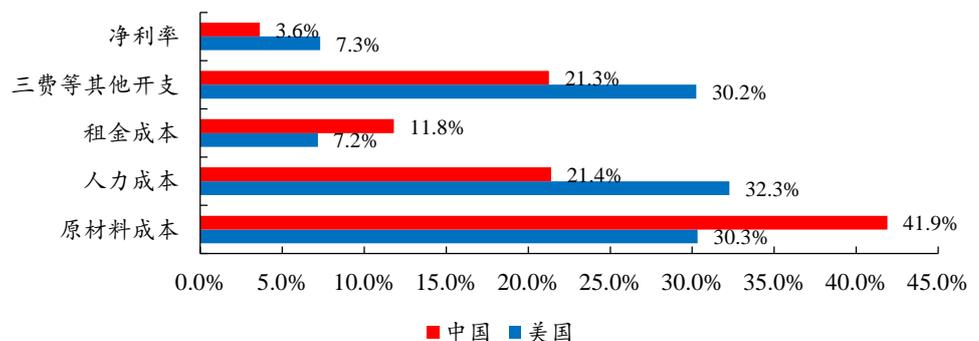
图37：疫情放开后美国住宿餐饮业职位空缺数远高于新增雇佣数



数据来源：Wind、开源证券研究所

受益于餐饮工业化及冷链的发展，美国餐厅的原材料成本远低于中国，但餐厅利润受人力成本压制。美国餐厅以西式快餐为主，产品更为标准化，中央厨房、冷链建设等领先于中国，原材料成本占收入的比重仅为30.3%，较中国低11.6pct。虽然原材料通过统一的工业化处理获得一定成本优势，但美国人力成本高企，美国餐厅虽然以自助式快餐厅为主，但人力成本仍较中国餐厅高10.9pct达到30.2%。降低人力成本是提升美国餐厅盈利的关键，较中国餐厅更为迫切。

图38：美国餐厅人力成本占收入的比重较中国高10.9pct，原材料成本较中国低11.6pct

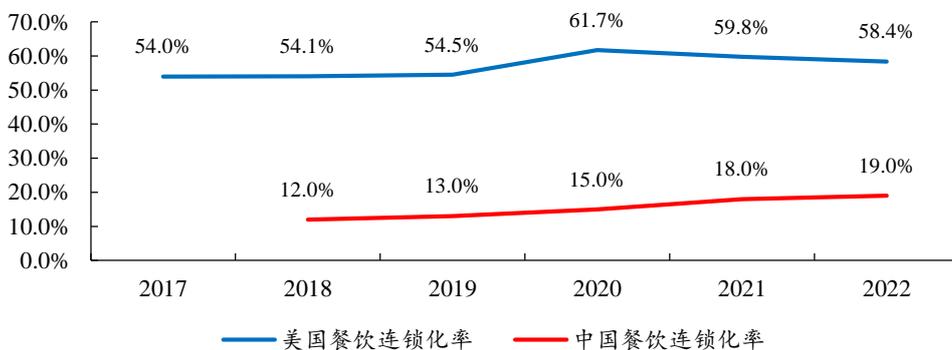


数据来源：Bloomberg、中国连锁餐饮协会、开源证券研究所

#### 4.2、需求端二：西式快餐标准化、连锁化高，具备机器人落地土壤

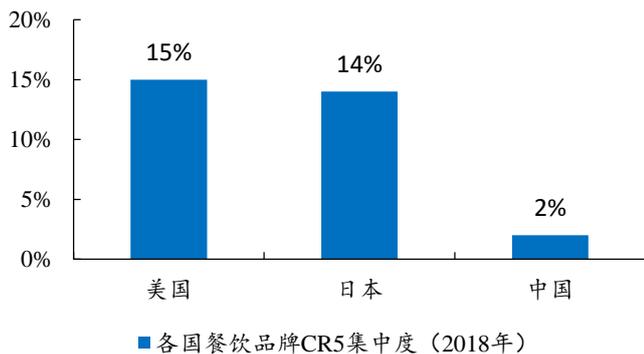
西式快餐出餐简便，标准化程度高，奠定连锁化基础。西式快餐适合大规模工业化运营，后端可布局中央厨房做深面饼、汉堡及炸鸡等食材的预加工和预处理，运送至餐厅后仅需煎炸、搅拌等简单处理，煎炸时间严格规定，且无需再度调味，标准化程度高。标准化的出品、规模化的供应链支撑西式快餐门店扩张，美国连锁化率和集中度远高于中国。2022年美国餐饮连锁化率达到58.4%，中国仅19.0%；2018年美国餐饮业CR5为15%，中国仅2%，集团化的餐厅较个体餐厅更着重长远，更注重机械化、工业化，以持续降本增效。综上所述我们认为美国的菜系及其集团化程度使其较中国更具备机器人的落地土壤。

图39：2022年美国餐饮连锁化率达到58.4%，中国仅19.0%



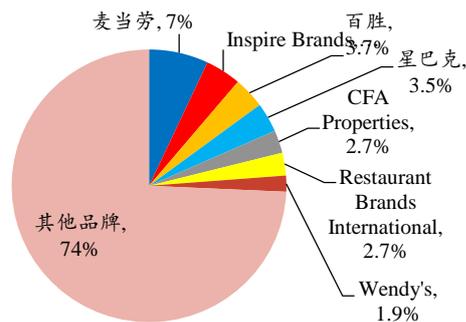
数据来源：欧睿数据、美团、开源证券研究所

图40：2018年美国餐饮品牌CR5为15%



数据来源：中国连锁经营协会、开源证券研究所

图41：2022年美国餐饮集团CR7的市场份额为26%，其中Wendy's占比1.9%

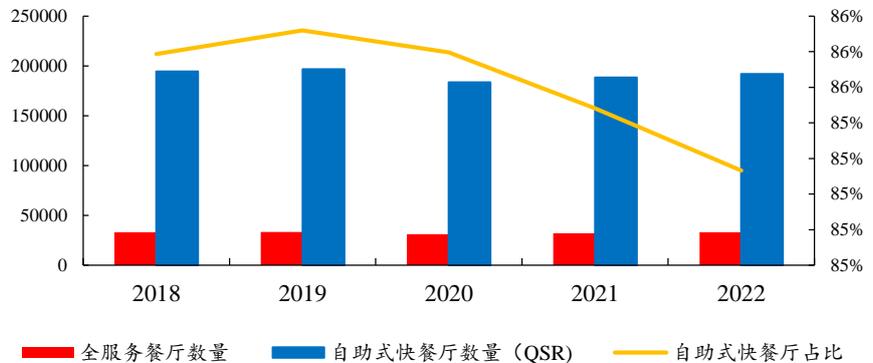


资料来源：欧睿数据、开源证券研究所

美国以快餐业态为主，标准化设备需求大。因饮食习惯差异，美国餐饮业态以自助式快餐业态为主导，美国自助式餐厅数量占比约85%，收入占比约45%（其余为全服务餐厅及饮品）。美国餐饮工业化发展较早，快餐业态对标准化设备需求大。与制造业类似，快餐可以通过中央厨房及供应链的建设实现工业化、流水线的操作，设备的应用不仅解决产品的标准化，更是解决员工及管理的标准化。

油炸属人员流动更大的岗位，靠近油炉且高温的工作环境使得其相对更难招工，机器人可减少员工工作量并增加安全性，我们认为油炸工种机器人的需求更大。

图42：2022年美国自助式快餐厅数量占比约85%



数据来源：IHS Markit、开源证券研究所

### 4.3、供给端一：规模效应带来机器人降本，经济效益催化需求落地

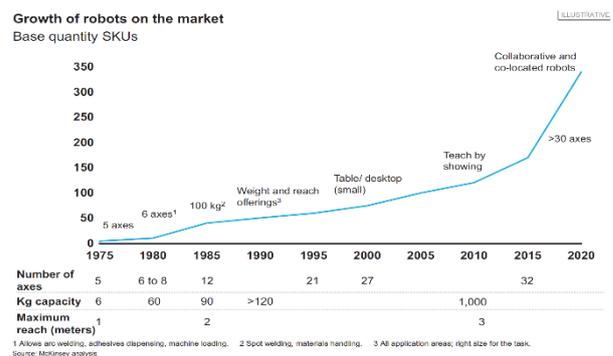
服务业属于劳动密集型行业，机器人发展潜力较大。机器人并不是减少就业，而是使员工不必囿于繁冗重复的机械工序，节省更多精力用于创造性差异化工作。快餐厅属高度标准化运营，对餐饮设备的诉求更加简单、易实现。前期餐厨机器人未实现普及我们认为主因系：（1）实用性差，科技/设备公司的产品无法解决餐厅的实际需求，占地面积过大或需对厨房重新改造；（2）经济效益差，产品定价过高，人工成本低于产品的购买及维护成本。“欧美人工成本上涨”+“技术进步”+“中国制造”，有望推动餐厨机器人的市场需求。

图43：预计2022年全球服务业机器人的市场规模将超过工业机器人



数据来源：IFR、开源证券研究所

图44：近年机器人的种类、型号、应用加速发展，带动机器人市场高增



资料来源：麦肯锡

餐饮设备发展历程中不乏革命性的创新产品，经济效益为普及的关键。历史上冰箱、微波炉的发明在初期并未得到普及，后期随着实用性的不断增强，以及技术路线改良后成本下降，下游餐厅的降本增效越发显著，遂得到量产普及。

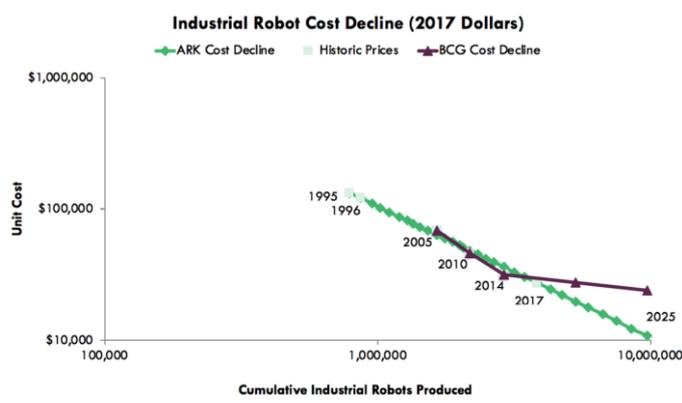
图45：历史上餐饮设备的创新曾带来三次重大的行业变革

冰箱	微波炉	POS机
<p>19世纪，随着经济发展、城市规模扩大，越来越多的食品需要长途运输，由此延伸了人类对制冷的强烈需求。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 1913年，美国人Fred W. Wolf发明了第一台家用冰箱；</li> <li>2. 1922年，瑞典发明家发明吸收式冰箱，因其结构简单、成本低，很快由AB Arctic实现了批量生产</li> </ol>	<p>微波炉是第二项餐饮业的革命性发明，促进了快餐和冷冻食品行业的发展，提高了备餐效率，使餐饮业能够提供更多样化和便捷的菜品。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 1945年，美国的一位雷达工程师斯宾塞发明微波炉；</li> <li>2. 1946年在波士顿的一家餐馆第一次实现商用，第二年实现可供购买，早期微波炉体型大标价贵，仅高端餐馆使用；</li> <li>3. 持续改良很快使微波炉变得更轻，成本更低，得到普及</li> </ol>	<p>POS机的出现成为商家IT化升级的突破点，通过实时入账和数据分析功能，帮助餐厅降低运营成本，实现更高效的经营。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 最早的收银机出现在1879年，由美国的詹敏斯·利迪和约翰·利迪兄弟制造；</li> <li>2. 20世纪60年代后期，日本率先研制出电子收银机，具备了智能化、网络化等多功能特点；</li> <li>3. 八十年代中期，功能更强劲的POS机产生，成为第三代收银机。</li> </ol>
		

资料来源：Foodaily 每日食品、开源证券研究所

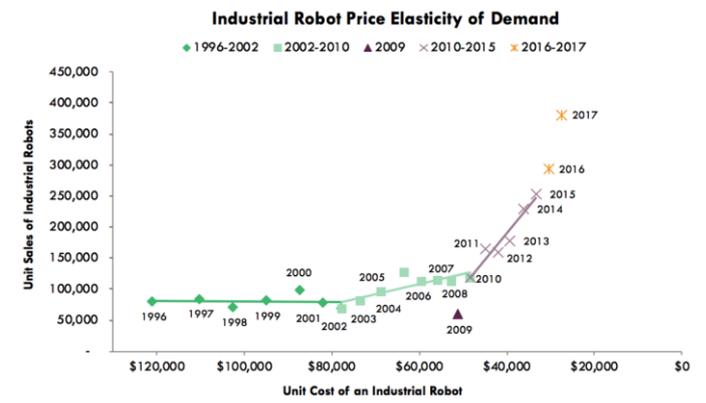
近年来工业机器人成本呈指数级别下降，根据 ARK Invest，工业机器人的平均单台售价由 1995 年的 13.3 万美金下降至 2017 年的 2.7 万美金，降幅达 80%。ARK 预测 2025 年工业机器人的平均单台售价将降至 1.1 万美金以下，较 2017 年的单台售价下降 60%。机器人成本越低，替代人工后下游客户越具备经济效益。2010 年以来，工业机器人单价快速下探，带来销售量的快速提升。AKR 预计随着价格下探，全球的机器人销量将由 2017 年的 38 万台快速增长至 2025 年的 340 万台。

图46：规模效应下近年来工业机器人成本呈指数级下降



资料来源：ARK Invest

图47：机器人价格下降带来需求的显著提升



资料来源：ARK Invest

国内自动制茶机已在奈雪的茶、霸王茶姬、丘大叔等门店大面积应用，历时仅1-2年。自动制茶机能代替人工加料、记配方，在减少人工的同时，大幅提升效率和标准化率，减少原材料浪费。奈雪的茶在使用自动制茶机后，门店从之前的10到11人下降至7到8人，人力成本有望望下探到20%以内，最快6s可出品一杯茶饮产品，单人每小时产能可以提升40%，大幅提升效率。同时，使用制茶机后员工无需记配方，大幅缩短新员工的培训时间，原来员工需培训1-2月才能上岗，现在10分钟即可上岗。仅经过1-2年的时间，奈雪自动制茶机门店覆盖率已接近100%，霸王茶姬也已大面积铺开。

图48: 奈雪自动制茶机



资料来源: 餐饮 O2O 公众号

图49: 霸王茶姬自动制茶机



资料来源: 霸王茶姬微信视频号

#### 4.4、供给端二：美国本土智能化餐饮设备涌现，部分已实现落地

伴随机器人产业及信息技术的高速发展，近年来美国本土智能化餐饮设备涌现。美国部分科技公司已推出智能机器人产品，能够显著减少餐厅人力成本。部分产品不采取传统购买制，而是采用订阅制，用户订阅后有厂商提供运输及安装服务，后续用户只需按时缴纳订阅费用即可使用智能化餐饮设备。

表8: 公司智能薯条机器人与竞品相比具备性价比及适配性优势

公司	产品名	产品简介	价格	发展近况及落地难点
Miso Robotics	Flippy	Flippy 是一款能够烹饪汉堡、炸薯条、鸡块等食物的机器人厨师。Flippy 可以通过视觉识别和温度控制来调整烹饪时间和方式，还可以与点餐系统对接，实现智能化的厨房管理。	3000\$/月	已与美国连锁餐厅 White Castle 签订 100 台订单，每周安装 1-2 台，获艺康集团等融资。 1. 公司成立于 2020 年 8 月，是计算机背景的初创团队，缺乏餐厅相关的经验，或存在设备与现有餐厅不适配的问题； 2. 资金短缺，多次找中小投资者募资，曾找公众众筹，单次募资金额在几百万美金左右。 3. 未实现大规模量产，官网显示下单后才会开始生产，流程 2-4 个月。
Middleby	FRYBOT	FRYBOT 是一个协作式的油炸机器人，每小时能够油炸 55-65 个篮子的油炸食品。FRYBOT 拥有模块化和可改装的设计，有自动加盐、调味的功能。	15 万\$/台	暂未有落地 1. 产品为仿生机器人，占用厨房过道，影响其他员工的操作； 2. 价格过高，不具备经济效益； 3. 产品占地面积过大，只适用于新开餐厅。
Picinc	Picinc	Picinc 是一家提供智能化披萨制作平台的公司，可以根据客户的需求和口味，	4500\$/月	已实现落地，与 Chartwells（学校团餐）、Domino's（达美乐披萨）、Aramark（全球三大团餐巨头之一）等达

公司	产品名	产品简介	价格	发展近况及落地难点
		自动分配和分配披萨配料，并在高速传送带上制作披萨。机器每小时制作 130 个披萨，并且可以减少 2% 原材料浪费。		成合作。但量产有限，仍需提前 1-2 季度预定。
银都股份	智能薯条机器人	公司产品引入六轴机械手臂，可以切换自动或手动模式，产品分为只炸薯条的一用机器人和可以炸薯条和炸鸡的两用机器人，自动装盒功能已完成初步研发	一用\$5万/台；两用\$7.5万/台	公司收到来自 10 家连锁餐饮客户的合作意向，并已与 5 家签订保密协议，样机已送达其中 3 家客户并安装测试。公司产品根据下游客户厨房动线及面积设计，适配现有厨房，无需改造。

资料来源：Miso 官网、Middleby 官网、Picnic 官网、CCFA 公众号、开源证券研究所

图50：初创公司 Miso 机器人的 Flippy 2



资料来源：Miso 官网

图51：银都股份的智能薯条机器人



资料来源：Atosa 官网

图52：初创公司 Picnic 的 Picnic Pizza Station



资料来源：Picnic 官网

图53：美国大型设备公司 Middleby 的 FRYBOT

**NEW PRODUCT SPOTLIGHT**

**FRYBOT**

- Collaborative robotic frying
- A Complete Middleby Automation Solution
- 55-65 baskets per hour capacity
- Two product dispensing
- Modular and retrofittable design
- Auto salting/seasoning
- OPEN KITCHEN IoT enabled

www.middleby.com

资料来源：Middleby 官网

## 5、公司优势：前端新品补位服务完善，后端享制造和科技红利

### 5.1、服务与渠道：耕耘海外市场多年，全链路服务体系布局完善

公司已在美国建立完善的售后服务体系和网点，配备相应数量的专业服务人员。商用餐饮制冷设备和西厨设备由多个不同功能的器件组合而成，一个零部件的损坏往往会牵连到许多功能的顺利实现，因此售后服务是衡量企业品牌价值的重要指标之一。公司已建立覆盖全美的仓储营销服务体系，以及为终端客户提供的全套售后服务，无论是产品的交付还是售后的服务，在全美 5 万个邮政编码都可以做到 48 小时之内响应。2022 年度，美国 ATOSA 分别被三家采购集团评为“年度最佳供应商”。公司产品已出口至全球八十多个国家和地区，并已在海外共设立 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，为客户提供快速且便捷的采购体验。

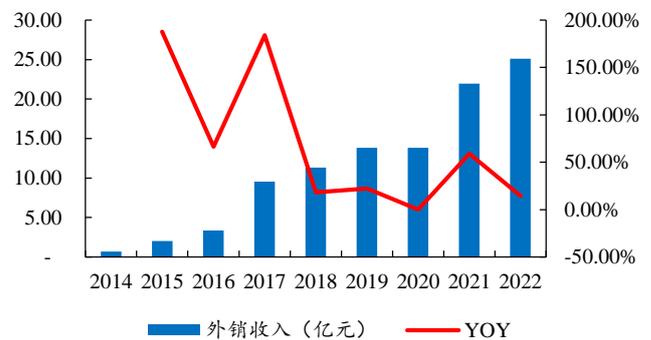
我们认为，新进入者难以在短时间内建立全套服务体系，公司较国内的代工竞对具备先发优势，24/7 客服售后较海外竞对具备中国式“省心”优势。

图54: Atosa 售后总部位于美国达拉斯，设 11 个办事处



资料来源：Asota 官网

图55: 公司外销收入快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

相比国内的价格战，海外市场更愿给予品牌溢价。公司以“品牌自主化”为销售策略，充分发挥已有的销售渠道及成本把控优势，持续提升自主品牌的市场占有率。近年来，自主品牌的销售收入占比已超七成，ATOSA 等品牌在国际市场的销售量及品牌影响力也逐年提高，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。

借智能产品弥补连锁客户短板，反哺传统业务，加筑品牌壁垒。因美国连锁餐饮客户更青睐本土大型设备厂商，且已与原有厂商建立合作，公司作为新进入者，于海外的连锁客户较少，仍以个体餐饮、学校、酒店等客户为主，连锁客户收入占比不到 6%。借助万能蒸烤箱、智能薯条机器人等智能新品，绕过传统经销商渠道直接对接大客户总部，有望打入连锁餐饮客户体系，反哺传统产品的销售。

## 5.2、制造：中国供应链+泰国工厂，产品高性价比

公司产品严控质量，获多个国家及地区质量认证，如我国的 3C 认证，北美地区的 UL/ETL、NSF 认证，欧洲地区的 CE 认证，澳洲的 GEMS 认证等，具备丰富的生产管理经验和完善的质量保证体系。

**中国供应链+泰国工厂，产品极具价格优势。**我国主要商用餐饮设备生产企业通过不断的技术引进与自主研发，不断缩小与国外同行业先进企业之间的差距。通过中国供应链进行原材料采买，转移至泰国工厂生产，享受低廉劳动力及免关税，公司在保证约 40%的毛利率下，仍能较海外竞品便宜 40-60%，高性价比凸显。

表9：公司制冷设备价格约为竞品的 6 折，万能蒸烤箱约为 3-4 折

	品牌	型号	价格（美元）
双开门商用冰箱	True Manufacturing	STG2R-2S-HC	5685.12
	Turbo air	TSR-49SD-N6	5285.03
	Hoshizaki	EF2A-FS	4800
	<b>Atosa</b>	<b>MBF8507GR</b>	<b>3249</b>
万能蒸烤箱 (10 盘)	Ali Group	EL116009-2A	32684.8
	Rational	ICP10-FULL E208	27616
	Welbilt	C4ET10.20EB-N	24622
	<b>Atosa</b>	<b>AEC-1011E</b>	<b>9530</b>

资料来源：restaurantsupply.com、开源证券研究所

## 5.3、研发：乘中国机器人东风，智能设备有望持续迭代

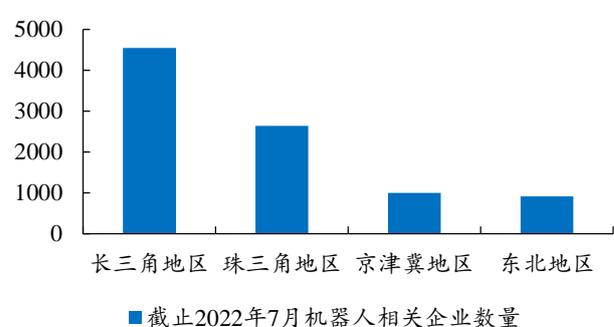
中国机器人产业发展迅速，长三角地区已建立起了我国功能最完善、系统最健全的机器人产业生态体系。(1) 产业园方面，有上海机器人产业园、浦东机器人产业园、杭州机器人产业园等一批产业园区；(2) 龙头企业方面，长三角地区核心零部件企业有绿的谐波、南通振康，本体制造有埃斯顿、节卡等。公司位于杭州余杭区，地理位置优越，公司智能薯条机器人引入了跟制造汽车同款的六轴机械手臂，未来随着长三甲机器人产业的不断前进，公司产品有望持续更新迭代。根据下游餐企后厨痛点，公司预计 2024 年下半年还将推出其他智能化商厨设备。

图56：预计 2024 年中国机器人销售额将达到 251 亿美元



资料来源：Atosa 官网

图57：长三角地区机器人相关企业数量为 4547 家



数据来源：中国电子协会、开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

### 6.1、盈利预测

**收入假设：传统业务端**，2023 年受运费下降产品调价的影响，收入端主要由量增驱动，二季度末下游经销商库存已基本见底，前期疫情带来的销售波动已基本消化，我们预期后续公司主营业务将维持稳定增长，并持续拓展美国及欧洲市场份额，预计商用制冷设备 2023/2024/2025 年营收增速分别为 1.5%/16.6%/14.4%，西厨设备 2023/2024/2025 年营收增速分别为 25.0%/26.0%/26.0%。**智能化设备端**，万能蒸烤箱于 2023 年正式推向市场，预计 2023/2024/2025 年销售量分别为 500/800/1280 台，产品平均单价为 5000 美金/台；智能薯条机已与 5 家连锁餐饮客户签订前期保密协议，样机送达其中 3 客户安装并测试，我们预计 2023 年底有望完成认证，并于 2024 年开始承接部分批量订单。预计 2023-2025 年公司整体营业收入同比增长 6.7%/22.3%/18.5%。

**毛利率假设**：海运费、原材料成本回落至疫情前水平，毛利率有望逐季度回升。后续智能化高毛利新品逐步放量，毛利结构有望得到进一步优化，预计 2023-2025 年整体毛利率分别为 41.7%/42.8%/43.8%。

**费用假设**：因一季度智能薯条机参加展会，叠加万能蒸烤箱推广，我们预计 2023 年销售费用率将有所上升，随后维持相对稳定。因后续智能化新品的研发及推广，我们预计公司管理费用率及研发费用率也将有所上升。

**表10：公司营收拆分及费率预测（单位：万元）**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>245,873</b>	<b>266,285</b>	<b>284,209</b>	<b>347,603</b>	<b>412,080</b>
YOY	52.3%	8.3%	6.7%	22.3%	18.5%
毛利率 (%)	39.0%	37.8%	41.7%	42.8%	43.8%
<b>传统产品线：</b>					
<b>商用制冷设备</b>	<b>185,834</b>	<b>198,512</b>	<b>201,530</b>	<b>234,983</b>	<b>268,821</b>
YOY	57.2%	6.8%	1.5%	16.6%	14.4%
销售量 (台)	346,045	275,939	298,014	315,895	328,531
单价 (元/台)	5,370	7,194	6,762	7,439	8,183
毛利率 (%)	40.5%	37.9%	43.5%	43.8%	45.0%
<b>西厨设备</b>	<b>37,965</b>	<b>43,107</b>	<b>53,884</b>	<b>67,893</b>	<b>85,545</b>
YOY	44.9%	13.5%	25.0%	26.0%	26.0%
销售量 (台)	132,014	116,431	145,539	174,647	209,576
单价 (元/台)	2,876	3,702	3,702	3,887	4,082
毛利率 (%)	39.6%	39.1%	39.5%	40.0%	40.0%
<b>其他主营业务</b>	<b>17,873</b>	<b>21,695</b>	<b>23,865</b>	<b>26,252</b>	<b>28,877</b>
YOY	18.8%	21.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	30.8%	38.5%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>智能产品线：</b>					
<b>万能蒸烤箱</b>			<b>1,750</b>	<b>2,800</b>	<b>4,480</b>
YOY				780.0%	65.5%
销售量 (台)			500	800	1,280

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
单价 (美元/台)			5,000	5,000	5,000
毛利率 (%)			58.0%	58.0%	58.0%
<b>智能薯条机</b>				<b>12,600</b>	<b>21,000</b>
YOY					66.7%
销售量 (台)				300	500
单价 (美元/台)				60,000	60,000
毛利率 (%)				60.0%	60.0%
销售费用	28,232	30,297	34,105	38,236	45,329
%	11.5%	11.4%	12.0%	11.0%	11.0%
管理费用	13,737	14,762	18,474	22,247	25,961
%	5.6%	5.5%	6.5%	6.4%	6.3%
研发费用	8,704	6,698	8,526	12,166	14,423
%	3.5%	2.5%	3.0%	3.5%	3.5%

数据来源：开源证券研究所 (\*假设 USDCNY=7)

## 6.2、估值

公司净利润增长稳健，可支配现金流充裕。截止 2022 年末累计未分配利润达到 9.65 亿元，2020-2022 年累计分红超过 10 亿元，2022 年股息率达到 6.09%，连续 3 年股息率大于 4%。

表11：2022 年股息率达到 6.09%

	每 10 股派息 数(元)(含税)	现金分红的数额 (万元)(含税)	归属于上市公 司普通股股东 的净利润 (万元)	占归属于上市 公司普通股股 东的利润的 比率	股息率
2017	1.5	6,012	19,759	30.43%	0.81%
2018	2	8,199	24,835	33.02%	2.28%
2019	2.2	9,021	29,735	30.34%	2.05%
2020	5	21,011	31,053	67.66%	4.06%
2021	5	42,045	41,205	102.04%	5.41%
2022	7	42,066	44,897	93.70%	6.09%

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司作为一站式商厨设备服务商，通过持续增加出口及 OBM 业务占比，享受高毛利、高净利。经过多年海外深耕，公司已构筑品牌及服务壁垒，传统业务市场份额不断提升。二季度美国下游经销商库存见底，传统业务销量有望边际改善，叠加运价、原材料成本下降，我们预计下半年公司传统业务将迎来同比改善，并在未来保持市场份额的持续提升。2023 年公司新增智能餐厨第二曲线，推出万能蒸烤箱和智能薯条机，丰富产品矩阵。智能薯条机直接对接大型连锁餐饮公司总部，通过认证后有望迎来批量订单。智能化新品毛利率更高，有望带领公司盈利能力再上台阶。

**投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 28.42/34.76/41.21 亿元，预计 2023-2025 年归母净利润为 5.1/6.59/8.13 亿元，当前股价对应 PE 为 19.9/15.4/12.5 倍。由于公司主营业务为商用餐饮设备，销售模式主要为自有品牌及出口，因此我们选取海外商用餐饮设备龙头公司 Middleby、日本星崎、Rational，以及国内冷链及智能机械装备公司海容冷链、巨星科技、永创智能作为可比公司。可比公司 2023-2025 年的平均 PE 为 22.0/18.9/16.5 倍，考虑到公司主营业务端下游库存见底成本下行，第二曲线智能餐厨设备放量在即，

**首次覆盖，给予“买入”评级。**

**表12：相较于可比公司，公司当前估值处于低位**

代码	公司名称	8月23日		EPS			PE			评级
		收盘价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
MIDD.O	Middleby	139.60	9.08	10.21	10.71	15.4	13.7	13.0	未评级	
6465.T	日本星崎	5,376.00	186.34	207.07	227.56	28.9	26.0	23.6	未评级	
RAA.DY	Rational	684.00	17.11	19.12	21.71	40.0	35.8	31.5	未评级	
603187.SH	海容冷链	17.68	1.03	1.25	1.50	17.1	14.1	11.8	未评级	
002444.SZ	巨星科技	20.50	1.49	1.84	2.19	13.7	11.2	9.4	未评级	
603901.SH	永创智能	12.52	0.75	0.99	1.28	16.6	12.6	9.8	未评级	
<b>可比公司平均</b>						<b>22.0</b>	<b>18.9</b>	<b>16.5</b>		
<b>603277.SH</b>	<b>银都股份</b>	<b>24.10</b>	<b>1.21</b>	<b>1.57</b>	<b>1.93</b>	<b>19.9</b>	<b>15.4</b>	<b>12.5</b>	<b>买入</b>	

数据来源：Bloomberg、Wind、开源证券研究所

## 7、风险提示

新产品市场推广进度不及预期；原材料价格上涨；海运费价格再次上涨；下游经销商去库不及预期等风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2045	2250	2258	2739	3120
现金	336	874	974	1140	1420
应收票据及应收账款	212	202	0	0	0
其他应收款	30	29	34	44	49
预付账款	53	30	58	50	78
存货	1010	934	1011	1324	1391
其他流动资产	404	181	181	181	181
<b>非流动资产</b>	1308	1192	1177	1293	1402
长期投资	9	0	-10	-20	-30
固定资产	523	721	730	850	967
无形资产	67	66	62	57	53
其他非流动资产	708	405	395	406	412
<b>资产总计</b>	3353	3442	3435	4032	4521
<b>流动负债</b>	750	615	393	530	433
短期借款	68	58	58	201	58
应付票据及应付账款	300	195	0	0	0
其他流动负债	382	362	334	329	374
<b>非流动负债</b>	317	295	295	298	301
长期借款	92	0	-0	3	5
其他非流动负债	225	295	295	295	295
<b>负债合计</b>	1067	910	688	828	733
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	420	421	421	421	421
资本公积	899	944	944	944	944
留存收益	1081	1193	1432	1702	2050
<b>归属母公司股东权益</b>	2285	2531	2747	3204	3788
<b>负债和股东权益</b>	3353	3442	3435	4032	4521

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	83	580	457	357	789
净利润	412	449	510	659	813
折旧摊销	45	48	57	65	79
财务费用	32	-36	3	5	1
投资损失	-52	-32	-54	-50	-47
营运资金变动	-420	22	-63	-326	-63
其他经营现金流	66	129	5	4	5
<b>投资活动现金流</b>	377	396	13	-129	-139
资本支出	206	155	51	192	197
长期投资	562	540	10	10	10
其他投资现金流	21	10	54	53	48
<b>筹资活动现金流</b>	-418	-450	-370	-203	-227
短期借款	-176	-10	0	142	-142
长期借款	92	-92	-0	3	3
普通股增加	10	0	0	0	0
资本公积增加	139	44	0	0	0
其他筹资现金流	-483	-393	-369	-348	-88
<b>现金净增加额</b>	33	541	101	24	422

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2459	2663	2842	3476	4121
营业成本	1499	1657	1657	1990	2314
营业税金及附加	14	16	17	21	25
营业费用	282	303	341	382	453
管理费用	137	148	185	222	260
研发费用	87	67	85	122	144
财务费用	32	-36	3	5	1
资产减值损失	-3	-21	8	9	10
其他收益	24	17	17	19	19
公允价值变动收益	0	0	0	2	1
投资净收益	52	32	54	50	47
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	475	530	612	791	975
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	0	2	2	3	2
<b>利润总额</b>	475	529	611	789	974
所得税	63	80	101	130	161
<b>净利润</b>	412	449	510	659	813
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	412	449	510	659	813
EBITDA	520	554	649	836	1027
EPS(元)	0.98	1.07	1.21	1.57	1.93

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	52.3	8.3	6.7	22.3	18.5
营业利润(%)	25.6	11.6	15.6	29.2	23.2
归属于母公司净利润(%)	32.7	9.0	13.7	29.1	23.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.0	37.8	41.7	42.8	43.8
净利率(%)	16.8	16.9	18.0	19.0	19.7
ROE(%)	18.0	17.7	18.6	20.6	21.5
ROIC(%)	16.7	16.1	17.6	18.9	20.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	31.8	26.5	20.0	20.5	16.2
净负债比率(%)	-6.4	-29.2	-33.2	-29.1	-35.7
流动比率	2.7	3.7	5.8	5.2	7.2
速动比率	1.3	2.0	2.9	2.5	3.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	13.3	12.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.6	7.8	19.8	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.07	1.21	1.57	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.38	1.09	0.85	1.87
每股净资产(最新摊薄)	5.43	6.02	6.53	7.62	9.01
<b>估值比率</b>					
P/E	24.7	22.6	19.9	15.4	12.5
P/B	4.4	4.0	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	18.5	16.7	14.0	10.9	8.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

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

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn