

2021年08月18日

深耕海外市场，持续扩张的本土商用餐饮设备龙头

增持（首次）

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证号：S0600520080001

huangrl@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,614	2,015	2,425	2,898
同比（%）	-6.4%	24.8%	20.4%	19.5%
归母净利润（百万元）	311	413	527	650
同比（%）	4.4%	33.0%	27.5%	23.5%
每股收益（元/股）	0.74	0.98	1.25	1.55
P/E（倍）	25.10	18.88	14.81	11.99

投资要点

■ 本土商用餐饮设备龙头，经营业绩实现稳步增长

公司是国内商用餐饮设备龙头企业，经过十多年的发展，形成了以 OBM 为主、ODM 为辅的经营模式，实现了业绩稳步增长：①2013 年公司营收仅为 5.88 亿元，2019 年提升至 17.26 亿元，2013-2019 年 CAGR 达 19.65%；同期归母净利润 CAGR 达 23.11%，高于同期营收增速，盈利能力有所提升。②受新冠疫情冲击，2020 年公司实现营业收入和归母净利润 16.14/3.11 亿元，同比-6.45%/+4.43%，业绩出现波动，随着疫情影响消除，海内外餐饮行业持续恢复，2021 年公司业绩有望实现快速增长。

■ 全球商用餐饮设备市场空间广阔，适合孕育出国际巨头企业

Future Market Insight 数据显示，2019 年全球商用餐饮设备市场规模达到了 797.2 亿美元，2027 年将达到 1317.7 亿美元，2019-2027 年 CAGR 达 6.57%，由此可见全球商用餐饮设备是天然的大市场。2020 年疫情使得行业出现下滑，最直观的体现是全球头部餐饮设备龙头 2020 年收入端出现两位数的下滑。随着疫情影响逐步消除，美国餐饮业景气指数和中国餐饮业景气度持续恢复，我们判断 2021 年行业将重新回到上升通道。

我国餐饮设备市场竞争激烈，企业规模偏小，部分产品技术优势企业开始脱颖而出。海外市场较为成熟，已经孕育出全球性餐饮设备龙头企业，MIDD、日本星崎、ITW 等便是其中的代表，这类企业收入体量大幅领先于本土企业，发展历史悠久，具备全球化销售渠道，产品种类丰富。

■ 趋于完善的海外渠道+新品布局，将推动公司持续稳步成长

相比日本星崎、Middleby 等企业，公司营收规模较小，仍有较大的提升空间。①海外渠道趋于完善：公司经过多年布局，国内外渠道搭建基本完成，尤其海外渠道趋于完善，在国内更是主动去向工程端客户渗透；②布局新品：公司推出万能蒸烤箱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，有望成为公司新的业绩增长点；③泰国基地：泰国生产基地的投产将进一步满足公司海外经营发展的需要，有利于公司国际市场的开拓，优化公司的产能及运输整合能力，并减少单一出口国带来的政策风险。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 4.13、5.27、6.50 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.88/14.81/11.99 倍。考虑到下游餐饮业景气指数不断回升，市场整体恢复向好，公司工程端客户有望获得重大突破，以及新产品盈利能力较强，公司未来成长空间广阔，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示：主要原材料价格上升；经销制下公司无法控制经销商行为；新产品市场推广进度不及预期；海运费上涨增加经营成本

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.55
一年最低/最高价	10.27/25.00
市净率(倍)	3.48
流通 A 股市值(百万元)	7571.60

基础数据

每股净资产(元)	5.73
资产负债率(%)	21.62
总股本(百万股)	420.22
流通 A 股(百万股)	408.17

相关研究

内容目录

1. 立足自主品牌，OBM 为主的本土商用餐饮设备龙头	5
1.1. 本土商用餐饮设备龙头，产品获得欧美地区认证.....	5
1.2. 积极推广自主品牌，形成 OBM 为主的经营模式.....	5
2. 经营业绩稳步增长，盈利水平稳中有升	7
2.1. 受益海外收入快速提升，公司营收端稳步增长.....	7
2.2. 净利润增速高于收入增速，盈利能力稳中有升.....	8
3. 商用餐饮设备是天然大赛道，适合孕育出国际巨头公司	10
3.1. 商用餐饮设备是天然大赛道，北美是最大细分市场.....	10
3.2. 疫情影响逐步消除，2021 年全球商用餐饮行业重回稳步增长通道.....	13
3.3. 国内市场竞争激烈，海外成熟市场孕育出全球巨头.....	15
3.3.1. 餐饮设备本土市场竞争激烈，海外孕育出全球巨头公司.....	15
3.3.2. 日本星崎：全球化布局的制冷设备龙头.....	16
3.3.3. Middleby：持续并购的全球餐饮设备龙头.....	19
4. 趋于完善的海外渠道+新品布局，公司有望持续稳步增长	21
4.1. 多方位布局销售渠道，海外渠道趋于完善.....	22
4.2. 布局新品万能蒸烤箱，将进一步打开远期成长空间.....	22
4.3. 泰国基地投产，进一步推动国际市场开拓.....	23
5. 盈利预测与投资建议：	24
6. 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司主要产品为商用餐饮制冷设备、自助餐设备和西厨设备	5
图 2: 公司在境内外市场均拥有自主品牌	6
图 3: 2014-2017Q1OBM 是公司营收的主要来源	6
图 4: 公司持续推动海外子公司设立	6
图 5: 2013-2019 年公司营业收入 CAGR 达 19.65%	7
图 6: 2020 年商用制冷设备营收占比高达 73.24%	7
图 7: 2013-2019 年外收入 CAGR 达 39.27%	8
图 8: 2017-2020 年公司海外收入占比持续提升	8
图 9: 2016 年海外市场中, 美国收入贡献超过 63.36%	8
图 10: 2013-2019 年公司净利润 CAGR 为 23.11%	9
图 11: 公司毛利率和净利率稳中有升	9
图 12: 国外市场毛利率大幅领先于国内市场	9
图 13: 2017-2020 年公司期间费用率呈现下降趋势	9
图 14: 2021 年股权激励对象涵盖高级管理人员、中层管理人员和核心业务人员	10
图 15: 2027 年全球商用餐饮设备市场规模有望达到 1317 亿美元	11
图 16: 2019 年制冷设备占全球商用餐饮设备市场比重达 36%	11
图 17: 2009-2019 年北美商用餐饮设备市场 CAGR 达 6.27%	12
图 18: 2009-2019 年北美商用制冷设备市场 CAGR 达 7.83%	12
图 19: 2013-2020 年美国餐厅数量持续增加	12
图 20: 2019 年美国餐饮业营业额达到 8630 亿美元	12
图 21: 2012-2018 年我国餐饮设备收入 CAGR 为 5%	13
图 22: 2016-2020 年我国餐饮业连锁化率远低于美国	13
图 23: 疫情导致美国一些主要城市的部分餐厅已经失去了 100% 的堂食业务 (2020.03)	14
图 24: 2020 年全球主要头部餐饮设备企业收入出现不同程度下滑	14
图 25: 美国超过一半州完全接种疫苗比例超过 50% (2021/8/18), 为疫情防控奠定基础	14
图 26: 截止 2021 年 7 月 27 日, 美国经济整体已恢复到疫情前 92% 的水平	14
图 27: 2021 年美国 RPI 同比大幅提升	14
图 28: 2021Q1 餐饮设备行业龙头营业收入有所提升	14
图 29: 2020 年 4 月份北上广深商户达到复工高峰	15
图 30: 多数品类经营景气指数基本恢复到 2019 年水平	15
图 31: 1987-2020 年日本星崎业绩持续稳步增长	16
图 32: 2021 年收入预期 2500 亿日元, YOY 4.90%	17
图 33: 2021 年归母净利润预期 143 亿日元, YOY 24.98%	17
图 34: 日本星崎拥有完善的餐饮设备产品线	17
图 35: 2020 年星崎制冷设备合计收入占比 41.56%, 是公司最大收入来源	18
图 36: 2020 年日本星崎来自美国的收入占比达 19.30%	19
图 37: 日本星崎子公司遍布全球	19
图 38: 2012-2019 年公司营收 CAGR 达 16.14%	19
图 39: 2012-2019 年公司净利润 CAGR 达 16.53%	19
图 40: 2020 年商用餐饮设备业务收入占比 60%	20
图 41: 2020 年美国和加拿大收入合计占比达 70%	20
图 42: 公司 2006-2020 年累计并购项目 68 个	20

图 43: 公司 2020 年并购收入 0.097 亿美元	20
图 44: 公司通过并购充实 3 大核心板块的竞争力	21
图 45: 2020 年公司营收与海外行业龙头相差较大	21
图 46: 公司境外销售网络趋于完善	22
图 47: 截至 2021 年 7 月, Walmart 网店上 ATOSA 商用冰箱均价为 2527.15 美元	22
图 48: 2019 年全球万能蒸烤箱市场规模远低于传统厨房设备	23
图 49: 2019 年只有 25% 的潜在用户使用万能蒸烤箱	23
图 50: 2014-2017Q1 公司产能利用率处在较高水平	24
表 1: 首次授予部分 2021-2023 年度业绩考核目标	10
表 2: 对比家用餐饮设备, 商用餐饮设备具有众多优点	11
表 3: 2019 年我国人均餐饮消费及餐饮业零售总额均低于美国	13
表 4: 本土出现少许优秀餐饮设备企业, 产品获得海外认可	16
表 5: 国外餐饮设备龙头企业历史悠久, 收入规模较大	16
表 6: 募投项目达产有望解决产能瓶颈, 经济效益良好	24
表 7: 公司分业务收入预测 (百万元)	25
表 8: 可比公司估值 (截至 2021 年 8 月 17 日)	26

1. 立足自主品牌，OBM 为主的本土商用餐饮设备龙头

1.1. 本土商用餐饮设备龙头，产品获得欧美地区认证

公司成立于 2003 年，从事商用餐饮设备的研发、生产、销售和服务，是一家专业生产商用厨房设备的高新技术企业。

通过十多年的技术摸索、积累与创新，公司商用餐饮设备生产技术已达到国内先进水平，部分达到国际先进水平。产品先后获得各种国内和国际认证（ETL、CE、CB、ROHS、GEMS、CCC 等），通过 RoHS、REACH、FDA 等保护环境和人类健康的化学品的测试，2018 年通过国家级高新技术企业认定和浙江省名牌产品，2020 年“浙江省银都餐饮设备研究院”被认定为省级企业研究院，共拥有有效专利 123 项。2017 年公司在上交所主板上市，书写发展新篇章。

公司主要产品包括商用餐饮制冷设备、自助餐设备和西厨设备，并逐步向市场推出万能蒸烤箱等新产品，提升公司商用餐饮成套设备的供应能力。

图 1：公司主要产品为商用餐饮制冷设备、自助餐设备和西厨设备



数据来源：公司官网，Choice，东吴证券研究所

1.2. 积极推广自主品牌，形成 OBM 为主的经营模式

餐饮设备行业主要经营模式为 OEM、ODM 及 OBM 模式，其中 OBM 模式下企业实现了从设计开发、产品生产到品牌服务的全价值链运作，可获取品牌溢价，但往往需要企业在行业内多年的积累与发展。纵观全球餐饮设备龙头企业，均以 OBM 经营模式为主。

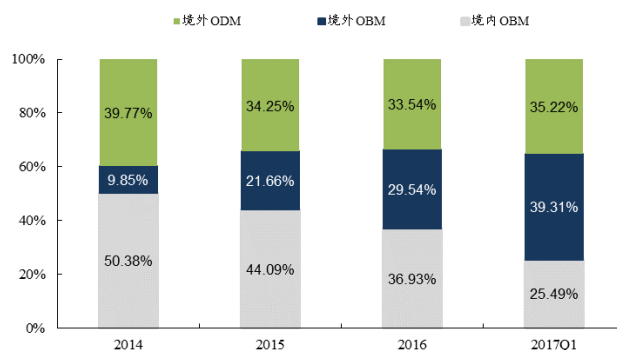
在过去十多年的发展过程中，公司大力发展推进 OBM 经营模式，并取得了积极成果，公司形成了以 OBM 为主、ODM 为辅的经营模式：①国内市场，通过不断的市场推广，凭借优秀的产品质量及良好的售后服务，形成了较高的品牌知名度，产品品牌主要包括“银都餐饮设备”、“五箭”、“伊萨”。②境外市场则为 ODM 与 OBM 模式结合，初期通过 ODM 模式较快开拓市场，降低运营风险，先后设立美国、英国、法国、德国与意大利等子公司，海外形成自有品牌产品“ATOSA”。

自主品牌推广持续突破，使得 OBM 经营模式收入成为公司主营收入来源，根据招股说明书披露数据 2014-2017Q1，OBM 收入占比超过 60%，我们估算 2020 年 OBM 收入占比超过 70%。

图 2：公司在境内外市场均拥有自主品牌



图 3：2014-2017Q1 OBM 是公司营收的主要来源



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 4：公司持续推动海外子公司设立

子公司名称	公司类型	经营范围	设立时间	注册资本
ATOSA CATERING EQUIPMENT UK LTD	全资子公司	主要从事公司自主品牌产品在英国市场的开发、销售等业务	2012年8月1日	1,273,250英镑
YD USA, INC.	全资子公司	商用冰箱，展示柜，沙拉台，自助餐炉和份盘的销售与进出口	2019年1月2日	3,000,000美元
ATOSA USA, INC.	系 YD USA 之全资子公司	主要从事公司自主品牌产品在美国市场的开发、销售等业务	2012年7月2日	1,000,000美元
ATOSA CATERING EQUIPMENT (France) SARL	全资子公司	从事公司自主品牌在法国市场的开发、销售等业务	2014年3月1日	1,793,400欧元
ATOSA CATERING EQUIPMENT (Germany) GmbH	全资子公司	从事公司自主品牌在德国市场的开发、销售等业务	2014年4月1日	25,000欧元
ATOSA CATERING EQUIPMENT ITALY SRL	全资子公司	从事公司自主品牌在意大利市场的开发、销售等业务	2014年6月1日	2,300,000欧元
FLOW CHEER INTERNATIONAL TRADING LIMITED	全资子公司	贸易	2016年5月1日	10,000港币
ATOSA CATERING EQUIPMENT (AUSTRALIA) PTY LTD	全资子公司	从事公司自主品牌在澳大利亚市场的开发、销售等业务	2018年3月1日	1,000澳币
ATOSA CATERING EQUIPMENT (THAILAND) CO., LTD	全资子公司	多功能环保型冷藏箱系列产品、自助餐设备及西厨设备生产和销售	2018年10月1日	7.41泰铢
ATOSA CANADA, INC.	全资子公司	商用冰箱，展示柜，沙拉台，自助餐炉和份盘的销售与进出口	2019年3月12日	925,520加币
ATOSA KITCHEN EQUIPMENT SPAIN, S.L.	全资子公司	从事公司自主品牌产品在西班牙市场的开发、销售等业务	2020年8月21日	6,000欧元

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

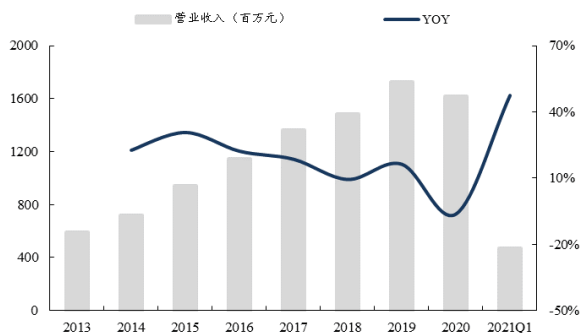
2. 经营业绩稳步增长，盈利水平稳中有升

2.1. 受益海外收入快速提升，公司营收端稳步增长

公司收入端实现稳步增长，制冷设备是最大收入来源。①2013年公司营收仅为5.88亿元，2019年提升至17.26亿元，2013-2019年CAGR达19.65%。受新冠疫情冲击，2020年实现营业收入16.14亿元，同比下降6.45%，随着疫情影响消除，海外餐饮行业持续恢复，2021Q1公司实现营业收入4.69亿元，同比增长47.33%，重新回到稳步增长通道上。

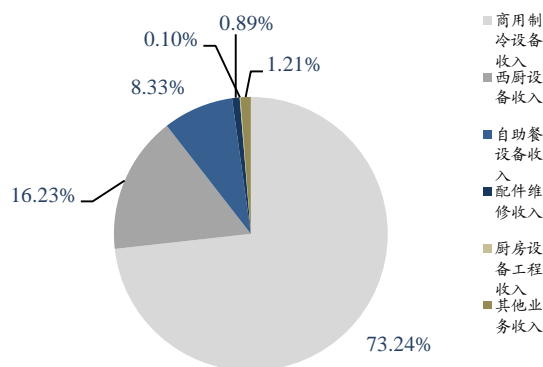
②在各项业务中，2020年商用制冷设备、西厨设备、自助餐设备分别实现营业收入11.82、2.62和1.34亿元，占营收比重分别为73.24%、16.23%和8.33%，制冷设备是公司收入最大来源。

图 5: 2013-2019 年公司营业收入 CAGR 达 19.65%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6: 2020 年商用制冷设备营收占比高达 73.24%

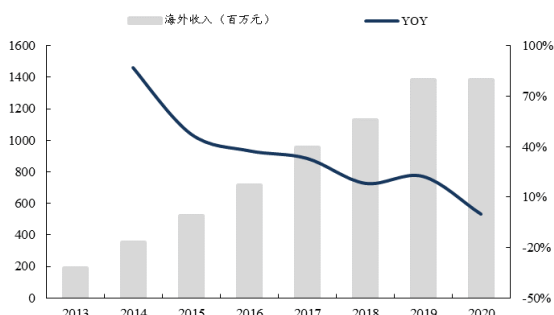


数据来源：Wind，东吴证券研究所

分区域看，海外收入快速增长，占营收比重持续提升，是公司收入稳步增长的重要原因。①公司积极开拓海外市场，海外收入规模及占比持续提升，2013年海外收入仅为1.89亿元，2019年提升至13.83亿元，2013-2019年CAGR达39.27%，高于同期公司整体营收增速，海外收入占比从2013年的32.22%，提升至2019年的80.15%，海外已经成为公司最大需求市场。2020年疫情冲击下，海外收入依然达到13.83亿元，与2019年基本持平，表现优于国内，海外收入占比提升至85.65%。

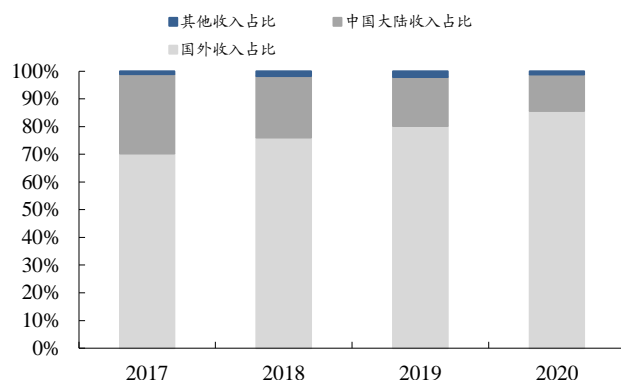
②境外市场中，美国地区占比最高，早在2016年美国地区收入就达4.55亿元，占外销比重达63.36%，公司已在全美已形成较为完善的仓储及售后服务体系，2020年美国子公司与Doordash（外卖）、Gopuff（零食配送）等连锁类公司建立了良好的合作关系，并为其日后的持续增长奠定了基础。

图 7: 2013-2019 年外收入 CAGR 达 39.27%



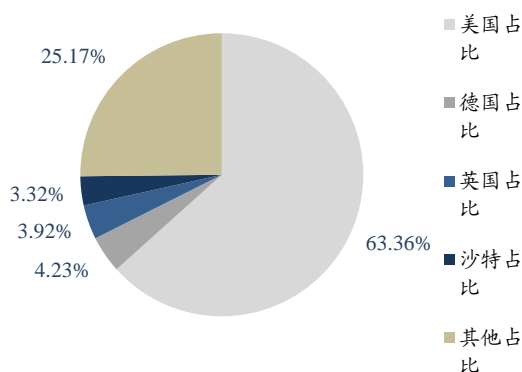
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2017-2020 年公司海外收入占比持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2016 年海外市场中, 美国收入贡献超过 63.36%

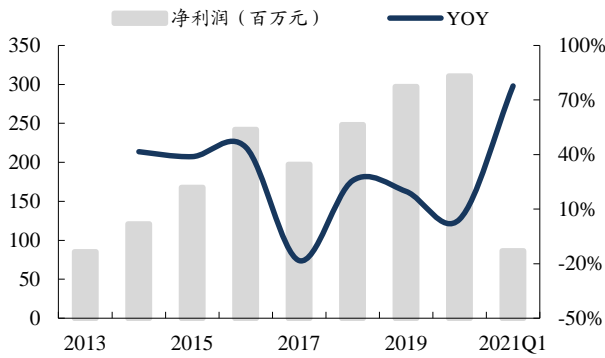


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.2. 净利润增速高于收入增速, 盈利能力稳中有升

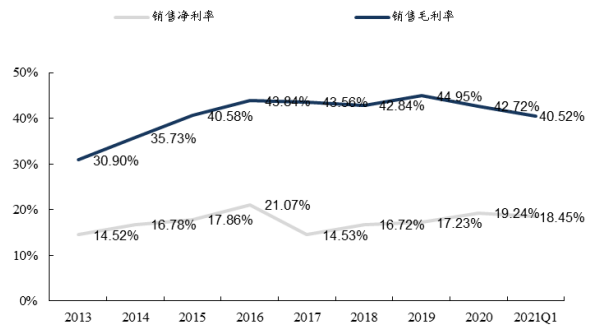
收入规模持续扩大推动下, 公司在利润端实现快速增长。2013 年公司实现归母净利润 0.85 亿元, 2019 年提升至 2.97 亿元, 2013-2019 年 CAGR 达 23.11%, 表现十分出色, 高于同期营收增速, 盈利能力有所提升。即使受到疫情影响, 2020 年公司仍实现净利润 3.11 亿元, 同比增长 4.43%。

图 10: 2013-2019 年公司净利润 CAGR 为 23.11%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 公司毛利率和净利率稳中有升



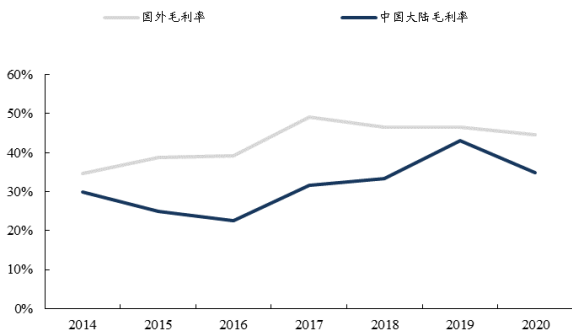
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2013 年公司净利率为 14.52%，2020 年达到 19.24%，公司盈利水平稳中有升的主要原因有：

①高毛利率海外收入占比持续提升，公司整体毛利率呈现上升趋势：2013-2014 年公司的整体毛利率不足 40%，2015 年提升至 40.58%，2019 年达到 44.95%，2020 年受疫情影响仍达到 42.72%，公司毛利率上升主要受益于毛利率较高的海外收入占比持续提升。

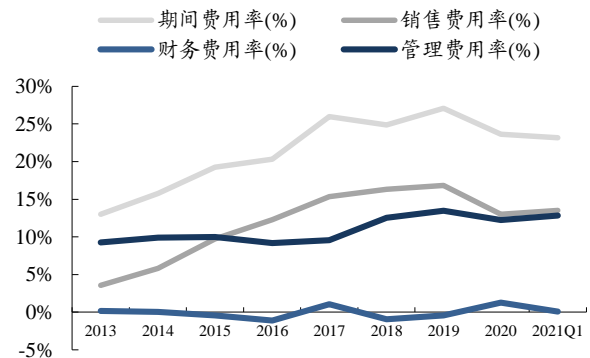
②费用大幅投入阶段已过，2017-2020 年期间费用率呈现下降趋势。由于前期开拓海外市场需求，费用投入较大，2013-2017 年公司销售费用率持续提升，随着海外渠道逐步完善，费用投入相对固定以及规模效应显现，2017-2020 年公司的期间费用率呈现下降趋势，由 25.96%下降至 23.64%，期间费用率下降是公司净利率水平稳中有升另一大重要因素。

图 12: 国外市场毛利率大幅领先于国内市场



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 2017-2020 年公司期间费用率呈现下降趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (管理费用包含研发费用)

股权激励将充分调动核心人员积极性，有效推动公司业绩稳步增长。2021 年 3 月

公司公告《2021 年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予的限制性股票数量为 1067 万股，其中首次授予 1017 万股，预留 50 万股。本次激励对象总人数为 168 人，包括公司公告本激励计划时在公司任职的高级管理人员、中层管理人员和核心业务人员，可见本次股权激励覆盖面较广。

图 14：2021 年股权激励对象涵盖高级管理人员、中层管理人员和核心业务人员

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
朱文伟	总经理	90	8.44%	0.22%
王春尧	生产副总	60	5.62%	0.15%
鲁灵鹏	董事会秘书	30	2.81%	0.07%
王芬弟	财务负责人	30	2.81%	0.07%
中层管理人员及核心业务人员（164人）		807	75.63%	1.97%
预留		50	4.69%	0.12%
合计		1076	100.00%	2.60%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

本次激励计划的考核年度为 2021-2023 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，把净利润增长及营收增长作为解锁业绩指标进行考核，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的解锁条件之一，具体各年度业绩考核目标如下表所示：

表 1：首次授予部分 2021-2023 年度业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 10%；以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 10%。
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 21%；以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 21%。
首次授予的限制性股票第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 33%；以 2020 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 33%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为股权激励将深度绑定核心人员利益，充分调动核心人员积极性，有效推动公司业绩增长。

3. 商用餐饮设备是天然大赛道，适合孕育出国际巨头公司

3.1. 商用餐饮设备是天然大赛道，北美是最大细分市场

商用餐饮设备主要有制冷设备、展示设备、制热设备（烹调、蒸煮、煎烤）、洗涤设备等品类。因其涉及电气部件，各个国家都有认证标准，例如中国的 3C 认证，北美地区的 UL/ETL、NSF 认证，欧洲地区的 CE 认证，往往只有通过认证之后产品才能在

相应市场销售，这对商用餐饮产品生产和检测过程的质量管理和控制提出了较高要求。

不同于家用厨房设备，商用餐饮设备具有烹饪水平高、质量高、精准性高、功能多样化、耐用性强、取得方式灵活的优点，已经成为商业餐饮必不可少的设备工具。凭借这些独特优势，其下游应用十分广泛，包括餐厅、食堂等各种餐饮经营场所以及零售、批发行业，客户群体有工程端和零售端，工程端客户对价格较不敏感而更关心产品质量，但零售端客户更在意产品价格，这为具有成本优势的企业创造了竞争条件。

表 2: 对比家用餐饮设备，商用餐饮设备具有众多优点

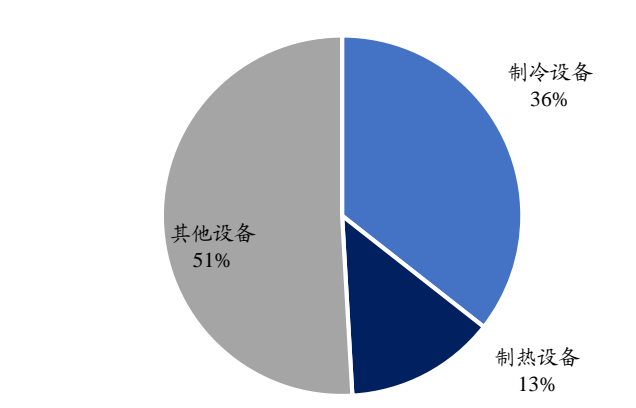
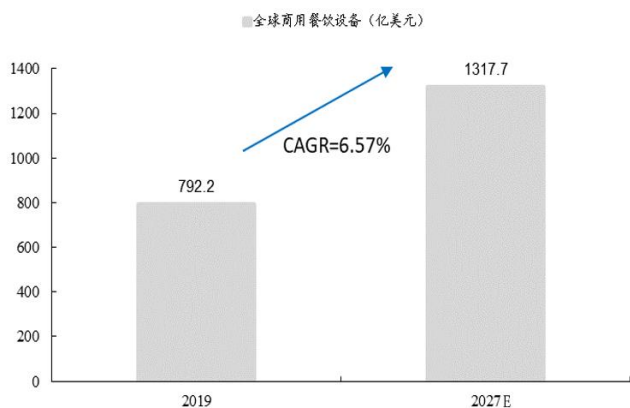
指标	家用餐饮设备	商用餐饮设备
烹饪水平	较低: 温度、湿度、水分控制容易波动	高: 温度、湿度、水分控制精确, 保障菜品质量
质量	较低: 更新换代较频繁	高: 通常由铁或不锈钢等重型材料制成
效率	较低	高
精确性	较低: 受主观判断影响	高: 可设定机器运作时间
功能性	较少: 以灶具、炉具为主	多: 处理、加工设备多样化
耐用性	较弱: 更新换代较频繁	强: 专业保养下可承受更长的操作时间和使用时间

数据来源: Quick Servant, 东吴证券研究所

全球餐饮设备是天然大市场，2027 年市场规模将达到 1317 亿美元，其中制冷设备是最大细分市场。根据 Grand View Research 数据，2019 年全球商用餐饮设备市场规模达到了 797.2 亿美元，2027 年将达到 1317.7 亿美元，2019-2027 年 CAGR 达 6.57%；分产品来看，2019 年制冷设备占比高达 36%，是商用餐饮设备最大细分市场。

图 15: 2027 年全球商用餐饮设备市场规模有望达到 1317 亿元美元

图 16: 2019 年制冷设备占全球商用餐饮设备市场比重达 36%



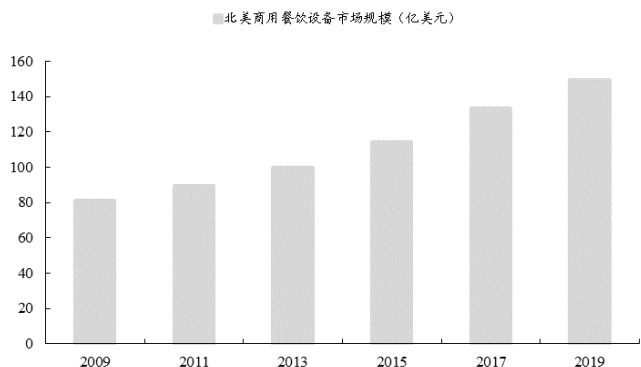
数据来源: Grand View Research, 东吴证券研究所

数据来源: Allied Market Research, 东吴证券研究所

分区域看，北美作为全球最大的商用餐饮设备需求市场，2009-2019 年北美商用制

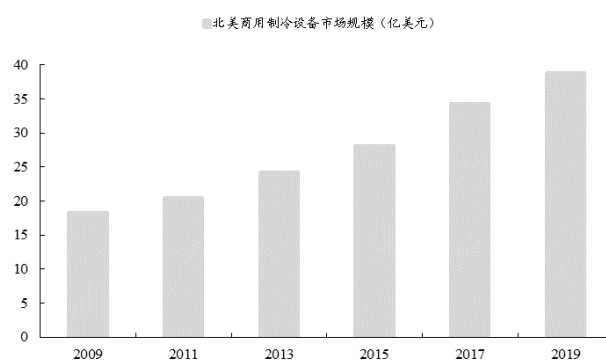
冷设备市场规模 CAGR 达 7.83%，高于北美商用餐饮设备行业整体增速。NAFEM 数据显示，2009 年北美商用餐饮设备市场规模为 81.29 亿美元，2019 年提升至 149.3 亿美元，2009-2019 年 CAGR 达 6.27%。商用制冷设备作为北美商用餐饮设备最大细分产品，2009 年市场规模达 18.27 亿美元，2019 年达到 38.82 亿美元，2009-2019 年 CAGR 达 7.83%，高于北美商用餐饮设备行业整体增速。

图 17: 2009-2019 年北美商用餐饮设备市场 CAGR 达 6.27%



数据来源: NAFEM, 东吴证券研究所

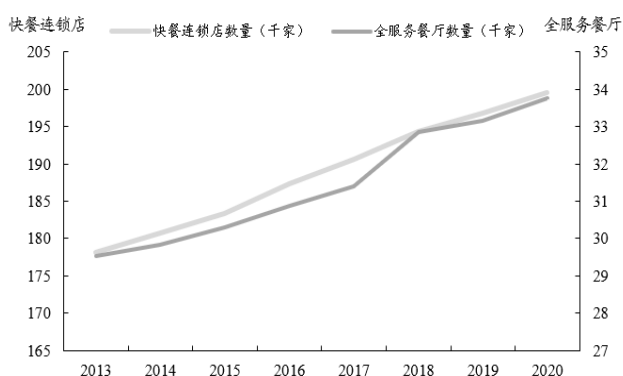
图 18: 2009-2019 年北美商用制冷设备市场 CAGR 达 7.83%



数据来源: NAFEM, 东吴证券研究所

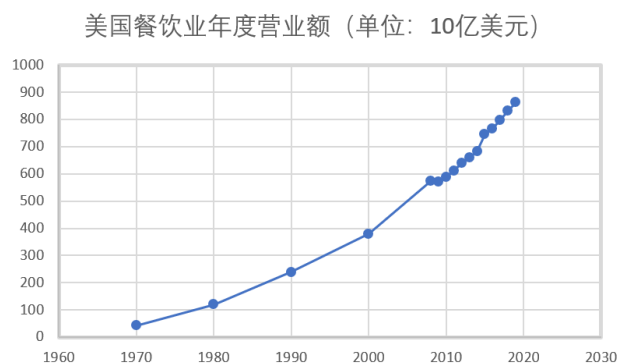
进一步分析，我们认为，美国餐饮行业的持续快速发展，是北美成为全球最大商用餐饮设备市场的重要原因。由于速冻技术解决了规模化生产标准食品后的保存问题，餐饮供应技术的不断成熟，以及生活节奏的日益加快和消费者消费能力增强，美国餐厅数量日益增加，2020 年快餐连锁店、全服务餐厅数量分别达到 199549 和 33769 家，2019 年美国餐饮业营业额达到 8630 亿美元。

图 19: 2013-2020 年美国餐厅数量持续增加



数据来源: Finances Online, 东吴证券研究所

图 20: 2019 年美国餐饮业营业额达到 8630 亿美元



数据来源: Share America, 东吴证券研究所

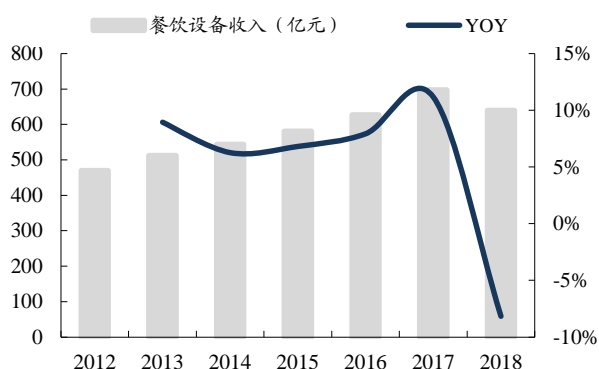
中国市场的餐饮设备市场过去也得到了持续稳定发展，根据国家统计局数据，2018 年餐饮设备收入达 640 亿元，2012-2018 年 CAGR 达到 5%，但人口数量大幅领先的情况下，餐饮设备市场规模不及北美的一半，主要原因是对标发达国家，中国餐饮业仍有

差距:

①与美国对比, 2019年中国餐饮业零售额仅为美国的85.45%, 人均餐饮消费仅为美国的19.72%, 餐饮业消费总额和人均消费额均落后于美国, 提升空间广阔。

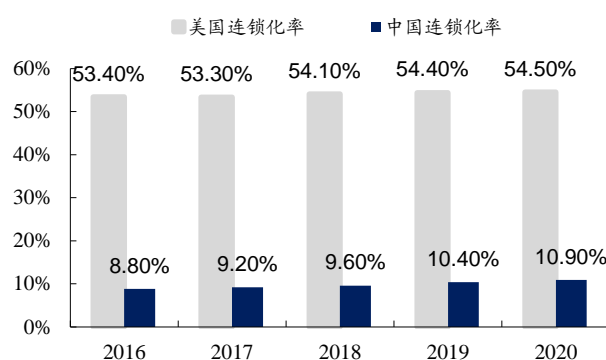
②连锁化率一定程度上反映餐饮业发展的成熟度, 2020年中国、美国餐饮业连锁化率分别为10.9%和54.5%, 中国餐饮连锁化率远低于美国, 反映了中国餐饮行业竞争格局分散的特征, 随着行业加速整合, 下游餐厅连锁化率的提升会带来商用餐饮设备的大量需求。

图 21: 2012-2018 年我国餐饮设备收入 CAGR 为 5%



数据来源: 国家统计局, 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图 22: 2016-2020 年我国餐饮业连锁化率远低于美国



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

表 3: 2019 年我国人均餐饮消费及餐饮业零售总额均低于美国

指标	中国	美国
社会消费品零售总额 (万亿元)	41	43
餐饮业零售额 (万亿元)	4.7	5.5
人均餐饮消费 (元)	3286	16667
餐饮占比	11%	13%
快餐营业额占比	22%	48%

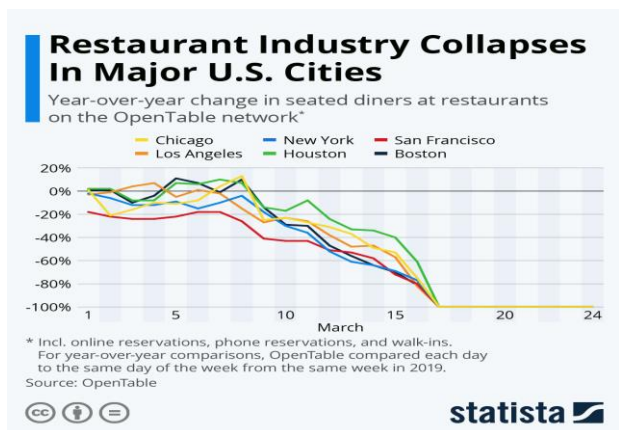
数据来源: 锐观咨询, 东吴证券研究所

3.2. 疫情影响逐步消除, 2021 年全球商用餐饮行业重回稳步增长通道

疫情使得 2020 年全球餐饮设备行业出现下滑, 头部餐饮设备企业 2020 年收入出现不同程度下滑。2020 年餐饮业是受疫情打击最严重和最直接的行业之一, 以美国餐饮业为例, 受到疫情的强烈冲击, Statista 数据显示, 到 2020 年 3 月 17 日, 波士顿、芝加哥、休斯顿等主要城市的部分餐厅已经失去了 100% 的堂食业务。全球商用餐饮设备行业出现下滑, 最直观的体现全球头部餐饮设备龙头 2020 年收入端出现不同程度的下滑, 日

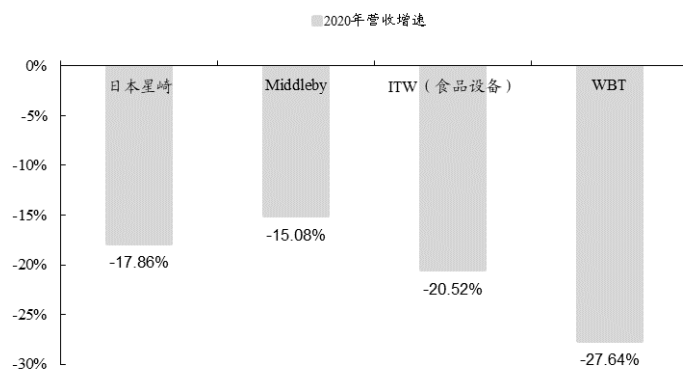
本星崎、MIDD、ITW(食品设备业务)、WBT2020 年营收分别下滑 17.86%、15.08%、20.52%和 27.64%。

图 23: 疫情导致美国一些主要城市的部分餐厅已经失去了 100%的堂食业务(2020.03)



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

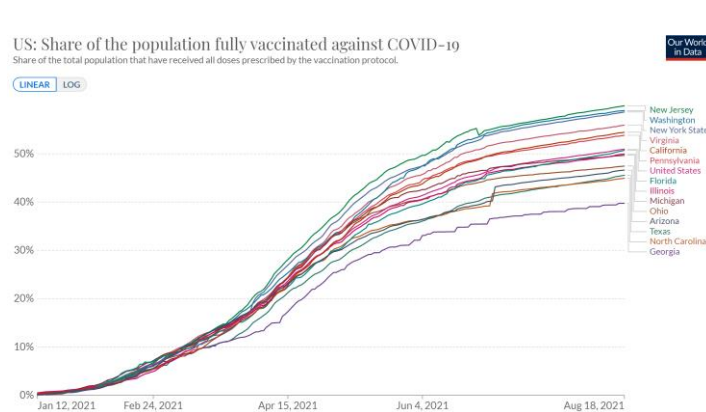
图 24: 2020 年全球主要头部餐饮设备企业收入出现不同程度下滑



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

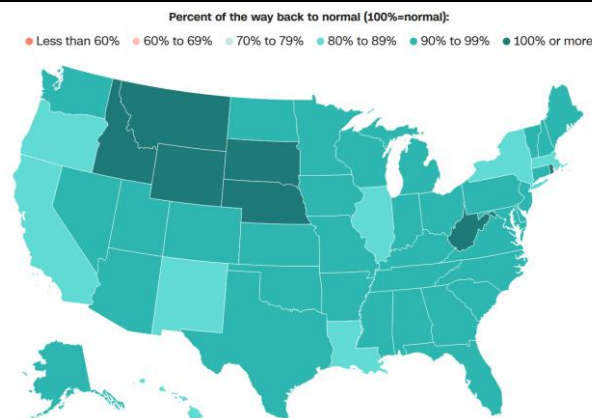
美国作为最重要的餐饮设备市场,该地区餐饮业的恢复对全球餐饮设备市场恢复至关重要,短期内,美国餐饮业复苏本身则受到疫苗接种水平和宏观经济运行的影响。截止 2021 年 8 月,美国超过一半州完全接种疫苗比例超过 50%,为疫情防控奠定基础,根据 CNN Business 的报道美国经济恢复态势良好,截止 2021 年 7 月 27 日整体经济已经恢复到疫情前 92%的水平,为餐饮业的复苏创造了基础条件。

图 25: 美国超过一半州完全接种疫苗比例超过 50% (2021/8/18),为疫情防控奠定基础



数据来源: Our World in Data, 东吴证券研究所

图 26: 截止 2021 年 7 月 27 日,美国经济整体已恢复到疫情前 92%的水平



数据来源: CNN Business, 东吴证券研究所

美国餐饮业景气指数在 2020 年开始触底反弹。餐饮业表现指数 (RPI) 反映了美国餐饮业的景气状况,2021 年 RPI 同比大幅提升,景气上行,绝大多数餐厅报告的销售额和客流量都更高,并在未来几个月的经营状况将持续改善。2021 年全球餐饮设备企业经营也在积极修复,2021 年一季度 MIDD 和 ITW 营收同比增速分别为 11.90%和 9.79%。

图 27: 2021 年美国 RPI 同比大幅提升

图 28: 2021Q1 餐饮设备行业龙头营业收入有所提升

Restaurant Performance Index

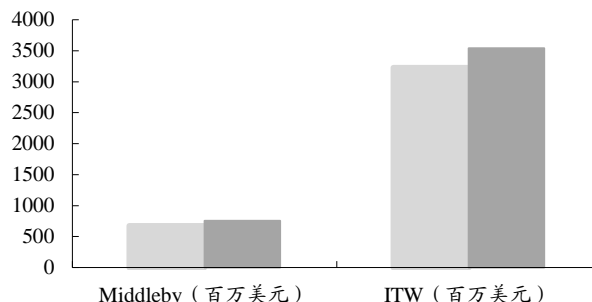
Values Greater than 100 = Expansion; Values Less than 100 = Contraction



Source: National Restaurant Association

数据来源：美国国家餐饮业协会，东吴证券研究所

2020Q1 2021Q1

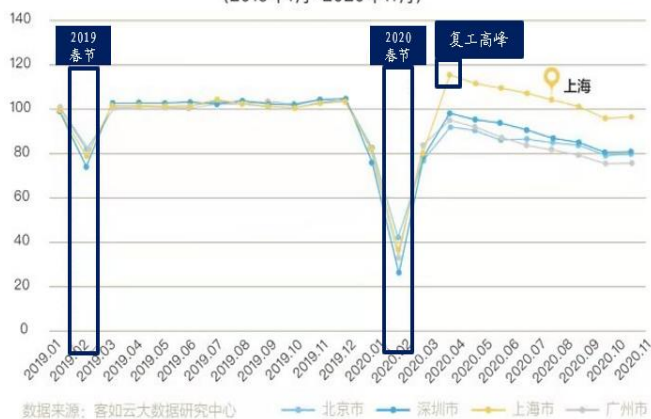


数据来源：UBS, Bloomberg, 东吴证券研究所

中国疫情在 2020 年二季度就得到有效控制，餐饮行业也呈现出积极复苏的态势。中国餐饮业复苏体现在商户积极复工（商户复工景气指数）以及复工后经营状况（商户 GTV 景气指数）良好，2020 年 4 月份北上广深达到复工高峰，上海因针对企业推出全面且强有力的疫情扶持政策，复工景气指数提升迅速。截止到 2020 年 11 月份，除火锅等少部分品类，多数品类商户经营景气指数已经基本恢复到去年同期水平，小吃快餐店较去年同期略有增长。

图 29：2020 年 4 月份北上广深商户达到复工高峰

一线城市商户复工景气指数 (2019年1月-2020年11月)

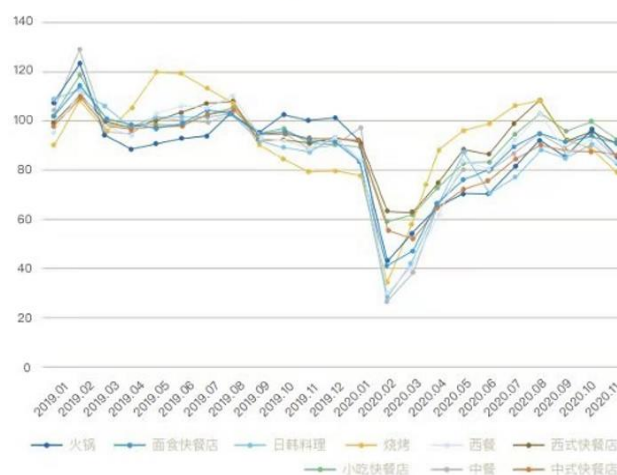


数据来源：客如云大数据研究中心

数据来源：客如云&亿欧，东吴证券研究所

图 30：多数品类经营景气指数基本恢复到 2019 年水平

业态商户GTV景气指数 (2019年1月-2020年11月)



数据来源：客如云大数据研究中心

数据来源：客如云&亿欧，东吴证券研究所

3.3. 国内市场竞争激烈，海外成熟市场孕育出全球巨头

3.3.1. 餐饮设备本土市场竞争激烈，海外孕育出全球巨头公司

我国餐饮设备市场竞争激烈，企业规模偏小，部分优势企业开始脱颖而出。经过多年发展我国形成了以浙江为中心的华东区、以广东为中心的华南区和以山东为中心的华北区三大生产集中地，但多数企业规模较小，技术水平和产品档次不高，竞争较为激烈。

经过多年发展，本土也涌现出少许优势企业，这类企业研发能力强，获得多项专利，产品通过国内外认证标准，并通过技术开发与创新持续快速发展。

表 4: 本土出现少许优秀餐饮设备企业，产品获得海外认可

名称	专利情况	产品认证情况
银都股份	拥有有效专利 123 项	获得各种国内和国际认证 (ETL、CE、CB、ROHS、GEMS、GS、CCC等)
山东宏泰	拥有 52 项	绝大部分产品通过欧盟“CE”认证；国内产品全部通过“CCC”认证；美式产品通过“UL”认证；“NSF”（食品卫生安全）认证、“ENERGYSTAR”（能源之星认证）；澳洲产品通过“SAA”认证
广东星星	拥有 89 项	获得欧洲CE、北美ETL和能源之星、加拿大CSA、澳洲SAA和MEPS能耗、日本JET、韩国KC等认证
浙江爱雪	拥有 53 项	获得中国“3C”认证和欧洲“CE”“ROHS”认证

数据来源：国家知识产权局、公司官网、公司公告，东吴证券研究所（专利数量=发明专利+实用新型+外观设计数量）

与国内整体市场竞争激烈，企业规模较小形成反差的，海外市场较为成熟，孕育出全球性餐饮设备龙头企业。这类企业历史悠久，产品种类丰富，收入体量大幅领先于本土企业，MIDD 和日本星崎 2020 年收入体量均超过 20 亿美元，ITW2020 年食品设备业务收入也达到 17.39 亿美元，银都股份作为本土龙头企业，2020 年收入体量不足 3 亿美元（2020 年 12 月 31 日汇率：1 美元=6.52 元人民币）。

表 5: 国外餐饮设备龙头企业历史悠久，收入规模较大

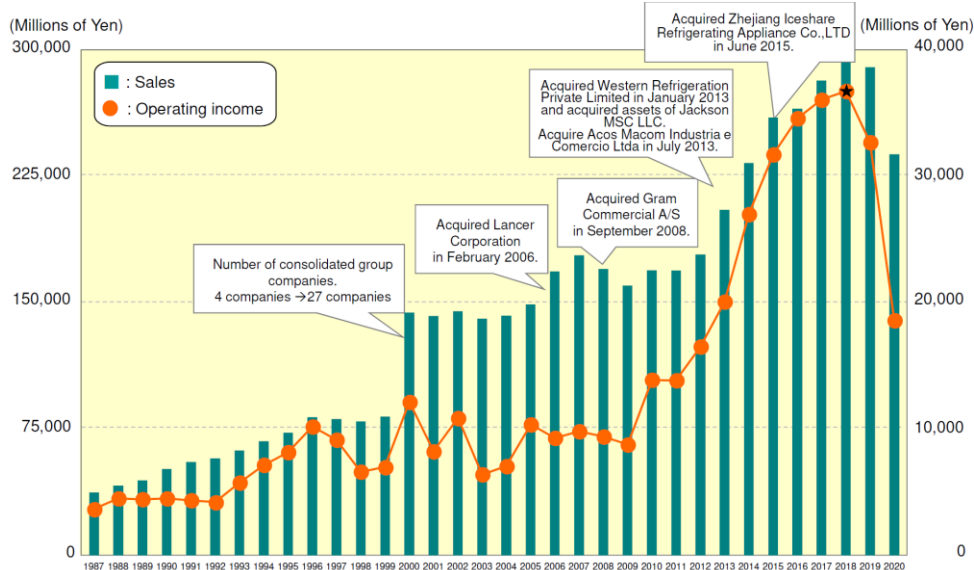
名称	成立时间	总部地址	业务简介	2020年收入
True Manufacturing	1945	美国	专注于提供高品质的商用餐饮制冷设备产品	
Turbo Air	1997	美国	从事制冷产品及西厨加热产品的生产及销售	
Williams Refrigeration	1996	英国	生产高性能、高可靠性的商用餐饮制冷设备	
Middleby	1888	美国	从事餐饮服务设备的设计、制造、营销和分销。公司通过以下部门运营：商业餐饮服务设备、食品加工设备、住宅厨房设备和其他部门	25.13亿美元
ITW	1912	美国	高性能紧固系统，专用和通用设备及工业、民用消费系统的研发生产厂家。	125.74亿美元
Ali Group	1963	意大利	拥有 80 个品牌，产品包括烹饪准备、配餐、洗碗机、冷藏机、制冰机、咖啡机等	
日本星崎	1947	日本	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	2383.14亿日元

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

3.3.2. 日本星崎：全球化布局的制冷设备龙头

日本星崎是日本最大的餐饮设备生产商，1987 年以来实现了稳步的发展。2019 年公司营业收入和归母净利润 2901.36 和 244.37 亿日元，2020 年受疫情影响业绩出现下滑，分别实现营业收入和归母净利润 2383.14 和 114.42 亿日元。公司预期 2021 年营业收入和归母净利润都实现“V”字形反弹，分别为 2500、143 亿日元，同比增长 4.90%、24.98%，盈利增速远高于营收增速，公司盈利有望提升。

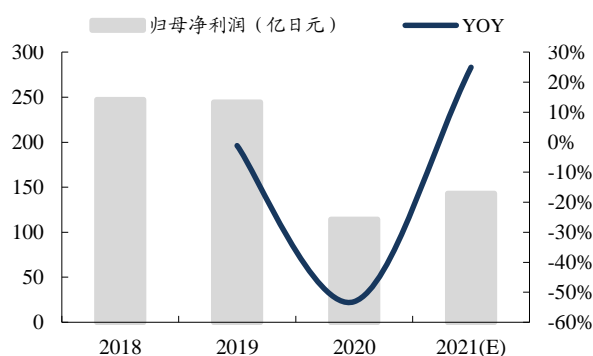
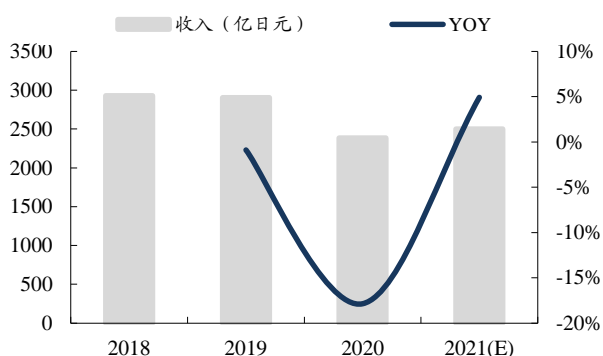
图 31: 1987-2020 年日本星崎业绩持续稳步增长



数据来源：日本星崎公告，东吴证券研究所

图 32: 2021 年收入预期 2500 亿日元, YOY 4.90%

图 33: 2021 年归母净利润预期 143 亿日元, YOY 24.98%



数据来源：日本星崎公告，东吴证券研究所

数据来源：日本星崎公告，东吴证券研究所

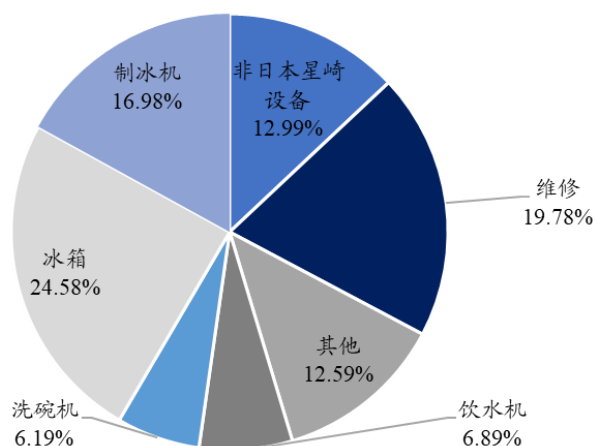
日本星崎拥有完善产品线，产品涵盖制冷机、冰箱、洗碗机等，其中制冷设备成为最大收入来源。日本星崎产品线丰富多样，庞大收入体量提供支撑，在收入结构中，2020年冰箱和制冰机收入占比分别为 24.58%和 16.98%，制冷设备合计收入占比 41.56%，是公司最重要的收入来源。

图 34: 日本星崎拥有完善的餐饮设备产品线

制冰机	冰箱	洗碗机	饮水机	非日本星崎设备	维修	其他
立方体冰块制冰机	 冰箱	 商用洗碗机	 饮茶机	燃气设备	维护&服务合同	 万用蒸烤箱
碎冰制冰机	 高湿度冰箱	 通道式洗碗机	 碎冰饮水机	厨房不锈钢工作台	修理	 寿司台
冰片制冰机	 小玻璃门冰箱	 商用设备洗碗机	 饮水机	厨房不锈钢水槽	定期检查	 电磁炉
特定形状制冰机	 步入式冰箱		 冷水机	厨房不锈钢架	燃气设备	 极速冷冻柜
			 啤酒机		氟氯碳化物回收	

数据来源：日本星崎官网，东吴证券研究所

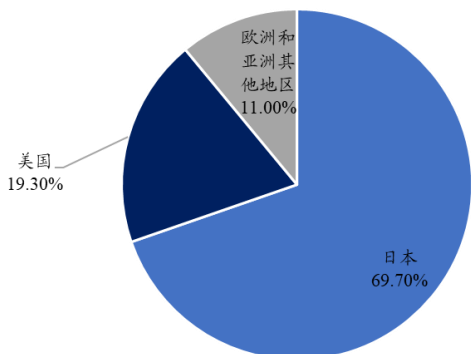
图 35：2020 年星崎制冷设备合计收入占比 41.56%，是公司最大收入来源



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

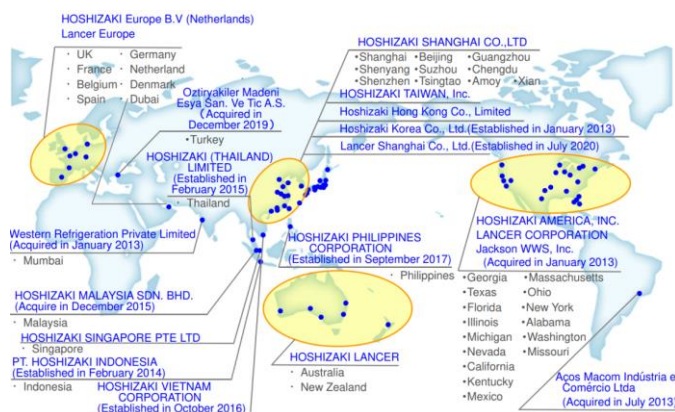
此外，日本星崎的成功离不开其全球化的布局，星崎已经在全球范围铺设生产和销售网络。在过去几十年的发展过程中，星崎在国内外陆续建立多个子公司，在中、北美市场就设立了 11 个子公司，分别负责餐饮设备的研发、生产、销售、售后，洗碗机的研发、生产、销售、售后或者仅负责销售、售后。2020 年日本星崎来自海外的收入占比达 30.30%，其中美国市场收入占比达 19.30%，排名第一。

图 36: 2020 年日本星崎来自美国的收入占比达 19.30%



数据来源: 日本星崎公告, 东吴证券研究所

图 37: 日本星崎子公司遍布全球

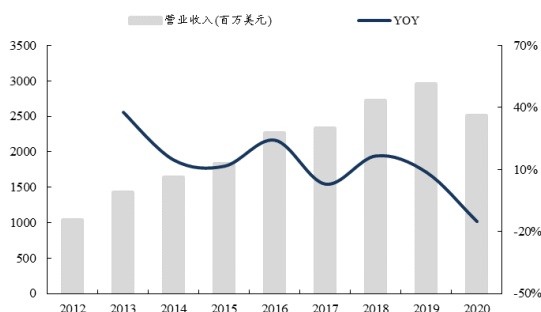


数据来源: 日本星崎公告, 东吴证券研究所

3.3.3. Middleby: 持续并购的全球餐饮设备龙头

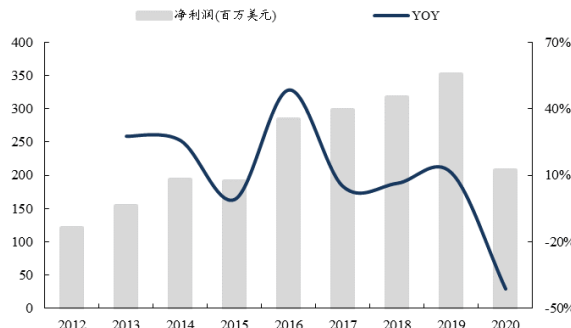
Middleby 作为全球性的餐饮设备龙头企业, 2012-2019 年业绩实现稳步增长。2012 年公司营业收入 10.38 亿美元, 2019 年增长至 29.59 亿美元, 2012-2019 年 CAGR 达 16.14%, 同期净利润从 1.21 亿美元增长至 3.52 亿美元, CAGR 达 16.53%, 略高于营收增速。

图 38: 2012-2019 年公司营收 CAGR 达 16.14%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

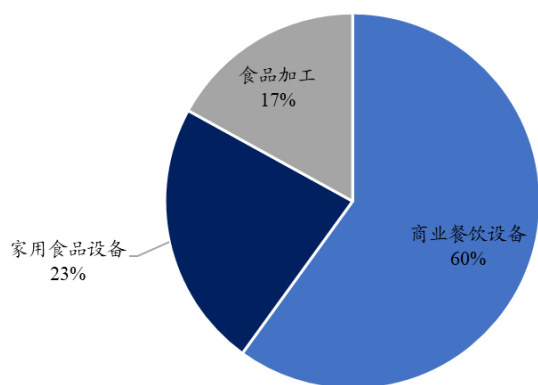
图 39: 2012-2019 年公司净利润 CAGR 达 16.53%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

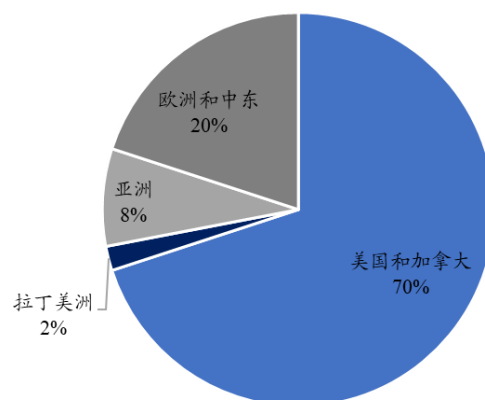
分业务看, 2020 年商用餐饮设备业务收入 15.10 亿美元, 占比 60%, 是 Middleby 最大收入来源, 家用食品设备和食品加工业务收入占比分别为 23%和 17%。分区域看, 北美是 Middleby 最大的需求市场, 2020 年美国和加拿大收入合计占比达 70%, 紧随其后的是欧洲和中东地区, 占公司收入比重 20%。

图 40: 2020 年商用餐饮设备业务收入占比 60%



数据来源: Middleby 公告, 东吴证券研究所

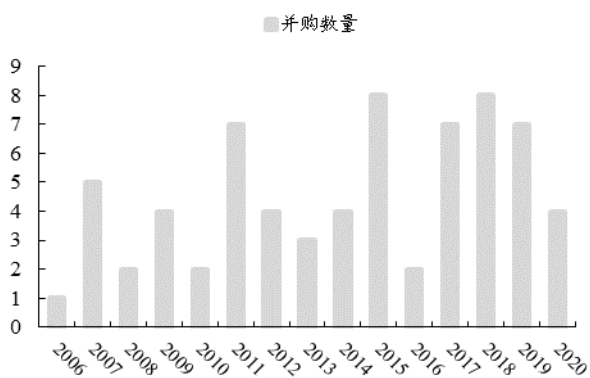
图 41: 2020 年美国 and 加拿大收入合计占比达 70%



数据来源: Middleby 公告, 东吴证券研究所

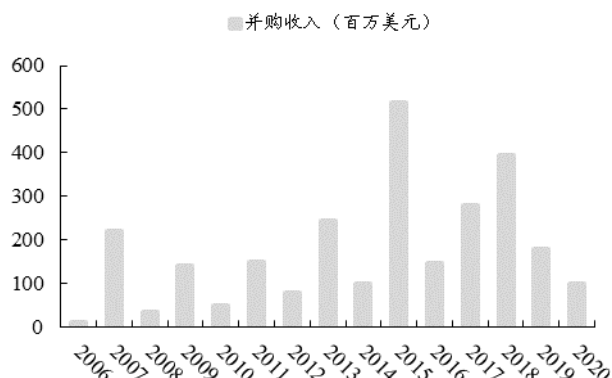
借助资本优势, 通过持续并购, 推动公司不断壮大。2006 至 2020 年间公司累计并购项目 68 个, 2020 年实现并购收入 0.097 亿美元。公司主要并购与产品组合具有互补性的品牌, 品类主要有饮料、物联网、餐饮服务自动化、创新制热设备等。公司通过并购整合原材料和供应链, 结合销售和市场推广以及生产和技术共享, 实现创新加速和成本节约, 从而提高综合竞争力。

图 42: 公司 2006-2020 年累计并购项目 68 个



数据来源: Middleby 公告, 东吴证券研究所

图 43: 公司 2020 年并购收入 0.097 亿美元



数据来源: Middleby 公告, 东吴证券研究所

图 44: 公司通过并购充实 3 大核心板块的竞争力

年份	并购公司名称	3大核心业务范围		
		商业餐饮设备	家用厨房	食物加工
2018	Hinds-Bock			✓
	Ve.Ma.c			✓
	Firex	✓		
	JoeTap	✓		
	Josper Hornos Brasa	✓	✓	
	Taylor	✓		
	CV-Tek			✓
2019	Crown Food Service Equipment	✓		
	EVO	✓	✓	
	Standex	✓		
	Powerhouse Dynamics	✓		
	Ss Brewtech	✓	✓	
	Pacproinc			✓
	Brava Home		✓	
2020	Synesso	✓		
	Ram Fry Dispense	✓		
	Deutsche Beverage Technology	✓		✓
	Bluezone	✓	✓	✓
	Vyv	✓	✓	✓
	Wild Goose Filling		✓	✓
	Thor			✓

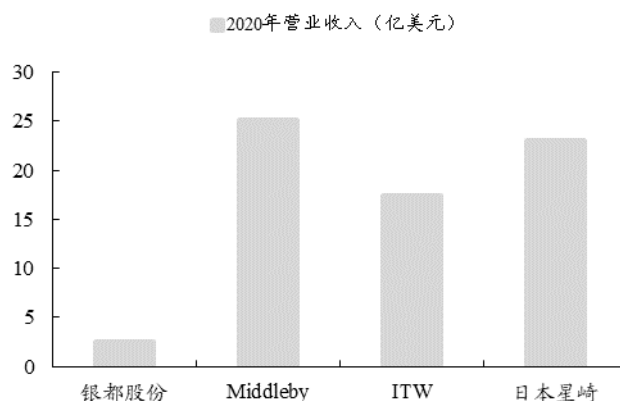
数据来源: Middleby 公告, 东吴证券研究所

4. 趋于完善的海外渠道+新品布局, 公司有望持续稳步增长

如上文分析, 全球商用餐饮设备是天然大赛道, 孕育出全球龙头企业, 日本星崎、Middleby 和 ITW 便是其中代表, 相比之下, 银都股份营收规模较小, 仍有较大的提升空间。2020 年日本星崎、Middleby 分别实现营业收入 23.03、25.13 亿美元, ITW 食品设备业务收入 17.39 亿美元, 银都股份 2020 年营收仅为 2.48 亿美元, 收入差距明显。

(备注: ITW2020 年营业收入为 125.74 亿美元)

图 45: 2020 年公司营收与海外行业龙头相差较大



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (2020 年 12 月 31 日汇率: 1 美元=103.50 日元, 1 美元=6.52 元)

4.1. 多方位布局销售渠道，海外渠道趋于完善

商用餐饮设备用途较广，消费群体遍布全国及世界各地，因此在全国甚至全球范围内建立全方位的销售渠道，对于企业实现长期、可持续的发展至关重要。日本星崎、Middleby、ITW 等全球商用餐饮设备巨头无一例外，均在全球设立了完善的销售网络。在销售渠道方面，公司经过多年布局，境内外渠道搭建基本完成，尤其海外渠道趋于完善。

境外渠道方面：公司在美国、英国、德国、法国、意大利、澳洲、加拿大、西班牙、泰国等都建立了自己的销售公司或生产基地，实现了仓储、物流、售后服务一条龙服务，自主品牌国际市场的销售量及品牌影响力逐年增强。

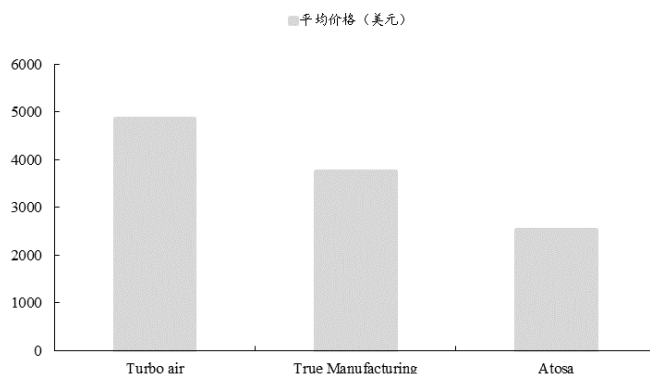
我们注意到在产品质量持续提升同时，公司制冷设备较海外品牌有明显价格优势，将进一步提升公司产品竞争力。据不完全统计 Walmart 各系列商用冰箱的平均售价，发现 Turbo air、True Manufacturing、Atosa 的平均价格分别为 4858.39、3750.44、2527.15 美元，相比之下 Atosa 价格优势明显，在疫情持续冲击下，海外工程端客户降低成本诉求强烈，有望加速公司产品进入到海外工程端客户的采购体系。

图 46: 公司境外销售网络趋于完善



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 47: 截至 2021 年 7 月，Walmart 网店上 ATOSA 商用冰箱均价为 2527.15 美元



数据来源：Walmart，东吴证券研究所

在内销市场上，公司利用原有渠道优势向工程端客户延伸，有望稳固国内市场竞争能力，实现国内业务稳步发展。公司着手向工程端市场拓展，服务高星级酒店、学校食堂等客户，已组建面向酒店等终端客户的销售团队，并利用原有的全国性销售渠道网络，在第一时间收集市场需求信息，稳固和加强原有的市场占有率，国内业务有望实现稳步增长。

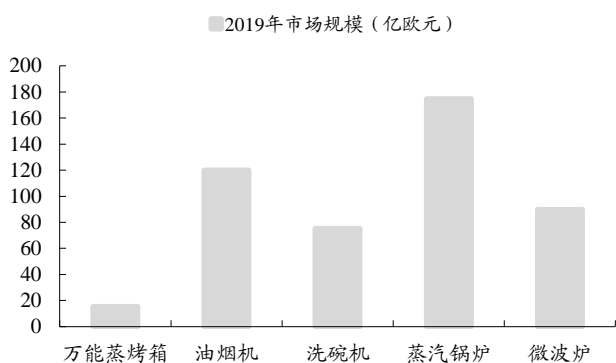
4.2. 布局新品万能蒸烤箱，将进一步打开远期成长空间

在巩固原有业务同时，公司也在推广新产品万能蒸烤箱，万能蒸烤箱是新型厨房设备，兼顾蒸、烤、煮功能于一身，因其可以批量制作标准化菜品且操作简单，多应用于替代传统西厨设备。

相比起传统厨房设备，万能蒸烤箱渗透率较低，具备广阔成长空间。万能蒸烤箱行业龙头为 Rational，2020 年拥有大约 50% 的市场份额(销售额)，Rational 在 2019 年实现了 8.44 亿欧元的营收，其中 91.11% (7.69 亿欧元) 来自万能蒸烤箱，据此推算，2019 年全球万能蒸烤箱市场规模大约为 15.38 亿欧元。相比之下，2019 年油烟机、洗碗机、蒸汽锅炉、微波炉全球市场规模分别为 119.95、75.12、174.72 和 89.60 亿欧元，远高于万能蒸烤箱市场规模。

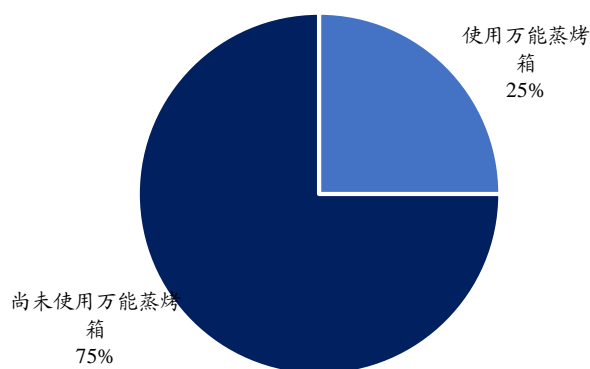
根据 Rational 的估计，2019 年全球潜在用户有 400 万，只有 25% 左右使用万能蒸烤箱，绝大多数用户仍在传统的烹饪技术。展望未来，万能蒸烤箱在 2020-2025 年间将以 9.37% 的复合增长率增长，高于全球商用餐饮设备行业 6.70% (2020-2027) 的增速，具备较高成长性，随着对传统厨房设备的替代，万能蒸烤箱市场规模有望快速增长。

图 48: 2019 年全球万能蒸烤箱市场规模远低于传统厨房设备



数据来源：公司公告，Grand View Research, Allied Market Research, Guru Focus, 东吴证券研究所 (2020 年 12 月 31 日汇率：1 美元=0.89 欧元)

图 49: 2019 年只有 25% 的潜在用户使用万能蒸烤箱



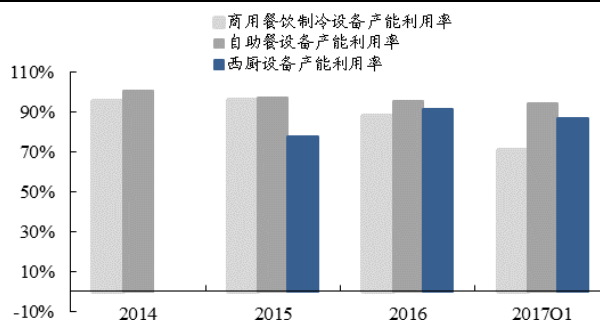
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上文我们也作过详细分析，海外商用餐饮设备均拥有较为完善的产品线，随着万能蒸烤箱推出，公司的成长空间将进一步打开。公司推出万能蒸烤箱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。公司研发的万能蒸烤箱已进入小批量试制阶段，并逐步向市场推广，考虑到万能蒸烤箱销售渠道与现有渠道可以共用，有望快速实现突破，打开公司成长空间。

4.3. 泰国基地投产，进一步推动国际市场开拓

随着公司业务不断扩张，商用制冷设备、自助餐设备、西厨设备产能利用率处在较高水平，2016 年分别达到 87.98%、95.54% 和 91.19%，产能瓶颈将制约公司收入规模的进一步提升。

图 50: 2014-2017Q1 公司产能利用率处在较高水平



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2017 年公司上市募投项目包括“炉具等西厨设备扩产项目”、“自助餐设备产业升级项目”、“新增年产 10 万台商用制冷设备项目”(变更为阿托萨厨房设备(泰国)有限公司年产 10 万台商用制冷设备项目), 项目达产后, 西厨设备新增产能达到 28 万台, 自助餐设备新增产能达到 391 万台, 商用制冷设备新增产能达到 10 万台, 将有效解决公司产能瓶颈问题, 打开公司成长空间。

公司于 2018 年建立泰国生产基地, 2019 年 12 月一期厂房主体完工, 2020 年 3 月完成设备安装调试, 2020 年 4 月第一台产品完工下线。泰国生产基地的投产将进一步满足公司海外经营发展的需要, 有利于公司国际市场的开拓, 优化公司的产能及运输整合能力, 并减少单一出口国带来的政策风险。

表 6: 募投项目达产有望解决产能瓶颈, 经济效益良好

项目名称	投资总额 (百万元)	2020年投资进度	2020年实现的效益 (百万元)	完工后产量 (万)	可达到税前内部收益率
炉具等西厨设备扩产项目	403.55	44.08%	37.58	28	22.43%
自助餐设备产业升级项目	97.43	22.11%	/	391	21.78%
阿托萨厨房设备(泰国有限公司)年产10万台商用制冷设备项目	150.04	96.73%	37.32	10	25.20%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议:

核心假设:

1、商用餐饮制冷设备、西厨设备: 后疫情时期中国餐饮行业呈现出十分积极复苏的态势, 2021 年美国餐饮业景气指数亦大幅回升, 餐饮业经营状况的好转有力推动了餐饮设备的需求。我们预计 2021-2023 年商用餐饮制冷设备和西厨设备的收入增速分别为 25%、20%、19%。随着期间费用逐年下降和规模经济优势的不断增强, 商用餐饮制

冷设备能够保持高毛利率，预计 2021-2023 年分别为 45.5%、46%、46%；西厨设备毛利率也稳步提升，2021-2023 年预计可以达到 40%、41%、42%。

2、主营其他业务：配件维修设备凭借技术优势和售后服务增值，盈利水平较高；随着下游餐饮业回暖，自助餐设备需求增加，预计 2021-2023 年主营其他业务营收增速稳定在 25%，毛利率为 40%、43%、45%。

3、其他业务：2021-2023 年收入增速稳定在 10%，毛利率稳定在 10%。

4、费用率：公司管理费用大幅投入的阶段已经过去，收入规模持续提升，管理费用率持续下降，我们预计 2021-2023 年管理费用率分别为 6.6%、6.3%、6.0%，考虑到万能蒸烤箱等新品的布局，2021-2023 年研发费用率稳定在 3%。

盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 20.15、24.25、28.98 亿元，同比增长 24.8%、20.4%、19.5%，2021-2023 年归母净利润为 4.13、5.27、6.50 亿元，同比增长 33.0%、27.5%、23.5%。

表 7：公司分业务收入预测（百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
商用餐饮制冷设备	1192.79	1182.38	1477.98	1773.57	2110.55
YOY (%)	15.04%	-0.87%	25.00%	20.00%	19.00%
毛利率	48.08%	45.33%	45.50%	46.00%	46.00%
西厨设备	245.97	262.05	327.57	393.08	467.77
YOY (%)	33.89%	6.54%	25.00%	20.00%	19.00%
毛利率	43.09%	37.38%	40.00%	41.00%	42.00%
主营其他业务	0.00	150.39	187.98	234.98	293.72
YOY (%)	-100.00%	0.00%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	-	37.10%	40.00%	43.00%	45.00%
其他业务	36.03	19.48	21.43	23.58	25.93
YOY (%)	0.00%	-45.91%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	4.26%	-0.55%	10.00%	10.00%	10.00%
公司营业收入	1,725.53	1,614.31	2,014.96	2,425.21	2,897.97
YOY (%)	16.16%	-6.45%	24.82%	20.36%	19.49%
毛利率	44.95%	42.72%	43.72%	44.55%	44.93%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.98/1.25/1.55 元，股价对应动态 PE 分别为 18.88/14.81/11.99 倍。由于商用餐饮设备国内缺乏完全对标的上市公司，海容冷链主要产品为商用冷链设备，老板电器主要产品为家用厨房设备，巨星科技主要产品为五金工具，

成长逻辑也是海外市占率持续提升，华帝股份主要产品为高端智能厨电，因此我们选取海容冷链、老板电器、巨星科技、华帝股份进行对比，2021-2023 年低于可比公司平均估值。同时考虑到下游餐饮业景气指数不断回升，市场整体恢复向好，公司工程端客户有望获得重大突破，以及新产品盈利能力较强，相比国内家电龙头，公司长期成长性更好，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 8: 可比公司估值 (截至 2021 年 8 月 17 日)

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603187.SH	海容冷链	37.66	92.04	1.39	1.74	2.17	27.08	21.68	17.33
002508.SZ	老板电器	42.99	407.99	2.05	2.38	2.71	20.94	18.04	15.84
002444.SZ	巨星科技	31.61	361.44	1.41	1.71	2.00	22.35	18.46	15.77
002035.SZ	华帝股份	7.33	63.71	0.65	0.77	0.86	11.22	9.55	8.53
可比公司平均		-	-	-	-	-	20.40	16.93	14.37
603277.SH	银都股份	18.55	77.95	0.98	1.25	1.55	18.88	14.81	11.99

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (海容冷链、老板电器、巨星科技、华帝股份盈利预测来自 Wind 一致预期, 银都股份盈利预测来自东吴证券研究所)

6. 风险提示

- 1、主要原材料价格上升:** 钢材、塑化材料等原材料价格进入上升通道, 导致公司相关采购成本上升, 而公司不能及时调整产品销售价格, 将对公司经营业绩造成不利影响。
- 2、在经销制下, 公司无法完全控制经销商行为:** 经销商可能会违法经营、违约经营, 因此会造成营销网络的稳定性和公司的议价能力下降以及市场价格混乱等风险。
- 3、新产品市场推广进度不及预期:** 万能蒸烤箱是新型厨房设备, 公司需要发展新的客户和建设新渠道, 客户对于新型设备的接受、熟悉也需要一段时间, 可能导致万能蒸烤箱销售放量不及预期。
- 4、海运费上涨增加经营成本:** 受新冠疫情的影响, 国内出口海运货柜短缺, 导致海运费暴涨, 从而增加公司合并体系下各海外子公司的履约成本。

银都股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,010	2,444	2,780	3,047	营业收入	1,614	2,015	2,425	2,898
现金	303	584	703	840	减:营业成本	925	1,134	1,345	1,596
应收账款	158	152	221	225	营业税金及附加	10	14	16	17
存货	528	606	739	857	营业费用	210	258	303	348
其他流动资产	1,021	1,101	1,118	1,124	管理费用	151	193	226	261
非流动资产	953	1,098	1,205	1,327	研发费用	46	60	73	87
长期股权投资	11	21	31	41	财务费用	21	22	7	0
固定资产	526	622	717	826	资产减值损失	5	5	6	7
在建工程	52	53	54	56	加:投资净收益	63	75	75	75
无形资产	69	70	70	71	其他收益	19	20	20	20
其他非流动资产	294	332	332	332	资产处置收益	0	1	1	1
资产总计	2,962	3,541	3,985	4,373	营业利润	378	499	635	784
流动负债	654	1,012	1,140	1,087	加:营业外净收支	-5	-5	-5	-5
短期借款	245	443	591	369	利润总额	372	494	631	779
应付账款	225	304	323	421	减:所得税费用	62	82	104	129
其他流动负债	185	265	225	297	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	44	47	47	47	归属母公司净利润	311	413	527	650
长期借款	0	0	0	0	EBIT	378	502	643	785
其他非流动负债	44	47	47	47	EBITDA	420	543	687	836
负债合计	698	1,059	1,187	1,134	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.74	0.98	1.25	1.55
归属母公司股东权益	2,264	2,482	2,799	3,239	每股净资产(元)	5.39	5.88	6.64	7.68
负债和股东权益	2,962	3,541	3,985	4,373	发行在外股份(百万股)	410	420	420	420
					ROIC(%)	24.5%	31.8%	32.5%	38.0%
					ROE(%)	13.7%	16.7%	18.9%	20.1%
					毛利率(%)	42.7%	43.7%	44.5%	44.9%
					销售净利率(%)	19.2%	20.5%	21.7%	22.4%
					资产负债率(%)	23.6%	29.9%	29.8%	25.9%
					收入增长率(%)	-6.4%	24.8%	20.4%	19.5%
					净利润增长率(%)	4.4%	33.0%	27.5%	23.5%
					P/E	25.10	18.88	14.81	11.99
					P/B	3.44	3.15	2.80	2.41
					EV/EBITDA	16.90	12.82	10.18	7.94

数据来源: wind, 东吴证券研究所

无特殊注明, 本文相关数据的货币单位均为人民币。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>