



## 空气炸锅代工龙头，经营规模快速扩容

### 投资要点

- **推荐逻辑：**（1）空气炸锅需求旺盛，全球空气炸锅市场在2021年达到23.3亿美元，2016-2021年间CAGR达到18.9%。国内空气炸锅市场正在快速放量，未来行业有望进一步扩容。（2）公司客户资源丰富，伴随着募投项目产能的逐步释放，公司总产能将接近2000万台，叠加新签约客户订单快速放量，公司经营规模有望快速增长。（3）公司在空气炸锅上积累深厚，单品实力领先，产品结构持续优化，随着经营规模的扩大，公司盈利表现有望稳步向好。
- **空气炸锅代工龙头，营收规模快速增长。**公司成立于2001年，主要经营空气炸锅、空气烤箱等加热类厨房小家电。在业务模式上以ODM/OEM为主，也在逐步尝试孵化自主品牌。在疫情催化下小家电市场需求爆发，叠加公司新签约客户订单放量，公司营收规模快速增长。2018-2021年，公司营收CAGR达到38%，归母净利润CAGR达到38.5%。随着国内外新签约客户的订单进一步放量，公司营收规模有望稳健增长。在原材料成本压力逐步缓解，产品结构持续优化的推动下，预期公司盈利表现稳步向好。
- **厨房小电新兴产品，市场规模快速扩容。**消费以及生活习惯的改变、健康理念的倡导逐步让部分小家电产品从软刚需产品变成了刚需产品，需求层次的转变推动小家电渗透率逐步提升。statista数据显示，2015-2020年间全球小家电销售额持续增长，5年CAGR达到6.2%。空气炸锅作为加热类厨房小电的一种，凭借其健康、易清洁、加热效率高等优势正在逐步成为厨房厂用电器，根据Euromonitor数据显示，全球空气炸锅市场规模从2016年的9.8亿美元提升至2021年的23.3亿美元，CAGR达到18.9%。国内市场来看，根据AVC最新推送数据显示，2021年空气炸锅零售额和零售量分别达到43.8亿元和1504万台，市场规模仅次于发展多年的成熟品类电压力锅；2022年1-2月累计销售额达到12亿元，同比增长148.7%，国内市场规模快速扩容。
- **单品实力领先，生产效率持续优化。**在产品方面，公司持续加码研发，产品结构优化助力产品单价提升，2018-2020年间，公司产品单价CAGR达到11.1%。此外，公司各业务产品销量呈现逐年提升趋势。横向对比来看，在空气炸锅的产销量上，比依股份的规模处于行业领先地位。在客户方面，公司与飞利浦、纽威品牌等多个客户达成了稳定的合作关系。随着国内以空气炸锅、空气烤箱为主的加热类厨房小家电市场需求的增加，公司逐步与小熊电器、苏泊尔、利仁科技等国内知名品牌商达成合作，国内销量快速提升，国内业务有望成为公司新的增长点。
- **盈利预测与投资建议。**随着公司自主品牌稳步孵化，行业红利下公司代工业务快速放量，预计公司2022-2024年未来三年业绩复合增速为31.5%。参考可比公司平均估值，考虑到公司外销占比较高，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、核心产品替代风险、人民币汇率或大幅波动风险、产能释放不及预期风险。

| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 1633.66 | 1927.27 | 2525.07 | 3189.40 |
| 增长率           | 40.43%  | 17.97%  | 31.02%  | 26.31%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 119.87  | 148.22  | 210.48  | 272.56  |
| 增长率           | 13.15%  | 23.66%  | 42.00%  | 29.50%  |
| 每股收益EPS（元）    | 0.64    | 0.79    | 1.13    | 1.46    |
| 净资产收益率ROE     | 34.21%  | 14.92%  | 7.93%   | 19.41%  |
| PE            | 28      | 22      | 16      | 12      |
| PB            | 9.41    | 3.32    | 2.81    | 2.35    |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓  
执业证号：S1250518090001  
电话：023-63786049  
邮箱：gmh@swsc.com.cn  
联系人：夏勤  
电话：023-63786049  
邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 1.87       |
| 流通A股(亿股)    | 0.47       |
| 52周内股价区间(元) | 15.11-29.0 |
| 总市值(亿元)     | 33.17      |
| 总资产(亿元)     | 11.73      |
| 每股净资产(元)    | 2.50       |

### 相关研究

## 目 录

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>1 空气炸锅代工龙头，营收规模快速增长 .....</b> | <b>1</b>  |
| 1.1 深耕加热类厨房小家电，空气炸锅为主要产品 .....   | 1         |
| 1.2 股权结构集中，引入战略投资者 .....         | 3         |
| <b>2 厨房小电新兴产品，市场规模快速扩容 .....</b> | <b>3</b>  |
| 2.1 需求层次转变，厨房小电市场规模扩张 .....      | 3         |
| 2.2 产品优势明显，空气炸锅需求持续增长 .....      | 4         |
| <b>3 单品实力领先，生产效率不断优化 .....</b>   | <b>7</b>  |
| 3.1 研发持续加码，产品单价逐步提升 .....        | 7         |
| 3.2 客户资源丰厚，新客户id提供增量利润 .....     | 9         |
| 3.3 募集资金助力产能扩张 .....             | 11        |
| <b>4 盈利预测与估值 .....</b>           | <b>12</b> |
| 4.1 盈利预测 .....                   | 12        |
| 4.2 相对估值 .....                   | 13        |
| <b>5 风险提示 .....</b>              | <b>13</b> |

## 图 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程.....                    | 1  |
| 图 2: 2018-2021 公司营收及增速.....         | 1  |
| 图 3: 2018-2021 公司归母净利润及增速.....      | 1  |
| 图 4: 2018-2021 公司盈利能力情况.....        | 2  |
| 图 5: 2018-2021 公司费用率情况.....         | 2  |
| 图 6: 2018-2021 公司分产品营收占比.....       | 2  |
| 图 7: 2018-2021H1 公司分模式销售收入.....     | 2  |
| 图 8: 公司股权结构图.....                   | 3  |
| 图 9: 2014-2025E 全球厨房小家电销售额.....     | 4  |
| 图 10: 2019 和 2025E 全球小家电销售结构.....   | 4  |
| 图 11: 2002-2012 中国小家电出口额及占比.....    | 4  |
| 图 12: 2019 年全球小家电出口额占比.....         | 4  |
| 图 13: 2016-2026E 全球空气炸锅市场规模.....    | 5  |
| 图 14: 2016-2021 中国空气炸锅成交金额.....     | 5  |
| 图 15: 21M2-22M2 空气炸锅品牌数变化趋势.....    | 6  |
| 图 16: 2022 年 1-4 月空气炸锅线上市场份额情况..... | 6  |
| 图 17: 空气炸锅线上价格变化趋势.....             | 7  |
| 图 18: 2018-2021 公司研发人员数量及增速.....    | 7  |
| 图 19: 2018-2021 公司研发费用及费用率.....     | 7  |
| 图 20: 2018-2021 可比公司毛利率情况.....      | 9  |
| 图 21: 2018-2021H1 公司分产品单价变化情况.....  | 9  |
| 图 22: 客户分布情况.....                   | 10 |
| 图 23: 2021H1 公司销售区域情况.....          | 10 |
| 图 24: 2018-2020 公司与新宝人均创收对比.....    | 11 |
| 图 25: 2018-2020 公司与新宝人均创利对比.....    | 11 |

## 表 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表 1: 空气炸锅、空气烤箱和普通烤箱对比 .....      | 5  |
| 表 2: 淘宝热销空气炸锅、空气烤箱和普通烤箱对比 .....  | 6  |
| 表 3: 公司产品及主要客户 .....             | 8  |
| 表 4: 公司与可比公司空气炸锅相关专利数量 .....     | 8  |
| 表 5: 公司各产品的销量 .....              | 8  |
| 表 6: 空气炸锅代工企业产销量对比 .....         | 9  |
| 表 7: 2021H1 前五大客户主要销售产品及占比 ..... | 10 |
| 表 8: 公司分产品产能利用率 .....            | 11 |
| 表 9: 公司募集资金运用计划 .....            | 12 |
| 表 10: 分业务收入及毛利率 .....            | 12 |
| 表 11: 可比公司估值 .....               | 13 |
| 附表: 财务预测与估值 .....                | 14 |

## 1 空气炸锅代工龙头，营收规模快速增长

### 1.1 深耕加热类厨房小家电，空气炸锅为主要产品

比依股份是一家以空气炸锅、空气烤箱等加热类厨房小家电产品的设计、制造和销售为核心业务的企业。公司成立于 2001 年，在业务模式上以 ODM/OEM 为主，OBM 自主品牌“BIYI 比依”为辅，公司于 2003 年开始销售油炸锅，并在 2012 年成为全球最大的油炸锅生产基地，且公司于 2015 年和 2018 年分别加入空气炸锅和空气烤箱产品，丰富了产品矩阵，在 2016-2019 年间连续四年成为中国机电商会推荐出口品牌，跻身中国十大厨房小家电出口企业。

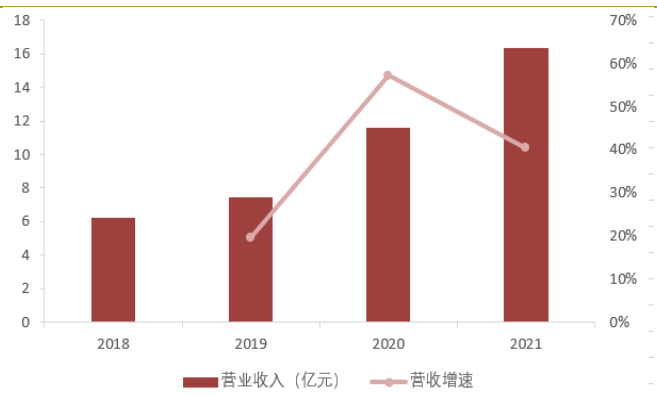
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

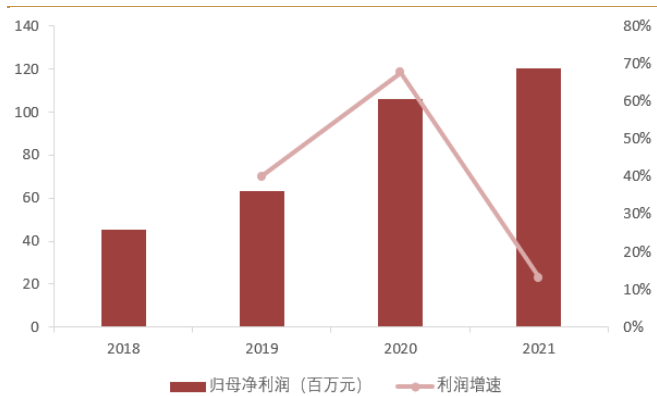
**营收规模快速增长。**2018-2021 年间，公司营收与业绩快速增长，营收 CAGR 达到 38%，归母净利润 CAGR 达到 38.5%。受益于 2020 年疫情影响下小家电需求爆发，2020 年公司实现营收 11.6 亿元，同比增长 57.2%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 67.7%。2021 年，新签订客户飞利浦订单开始放量，公司实现营收 16.3 亿元，同比增长 40.4%；受到原材料价格上涨的影响，公司归母净利润增速略慢，同比增长 13.2%。

图 2：2018-2021 公司营收及增速



数据来源：Choice，西南证券整理

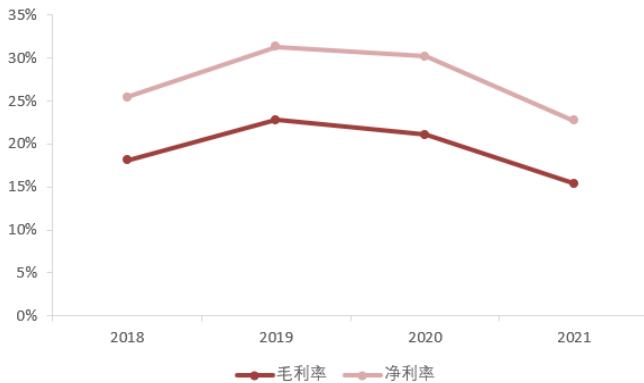
图 3：2018-2021 公司归母净利润及增速



数据来源：Choice，西南证券整理

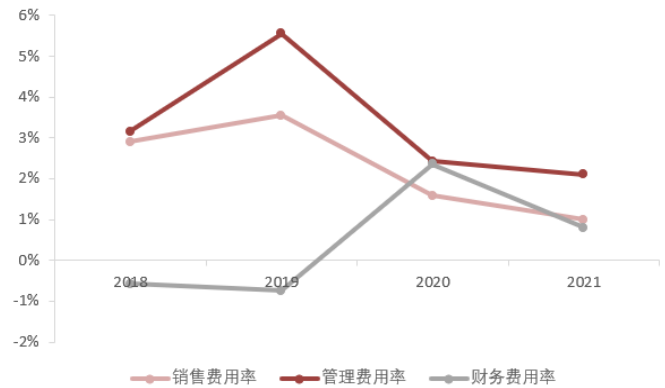
**盈利能力短期承压。**受到高单价产品空气炸锅和空气烤箱销售占比提升的影响，公司盈利能力近年来呈现上升趋势。2018-2020 年公司毛利率、净利率分别从 18.1%/7.3% 提升到 21.1%/9.1%，分别同比提升 3/1.8pp。2021 年受到原材料涨价的影响，公司毛利率、净利率分别下滑 5.7/1.8pp，盈利能力短期承压。费用率方面，公司费用率呈现一定的下降趋势。由于股权激励计划股份支付费用增多，2019 年公司管理费用率有所提升，会计准则的调整也导致 2020 年公司销售费用率大幅变化。

图 4：2018-2021 公司盈利能力情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

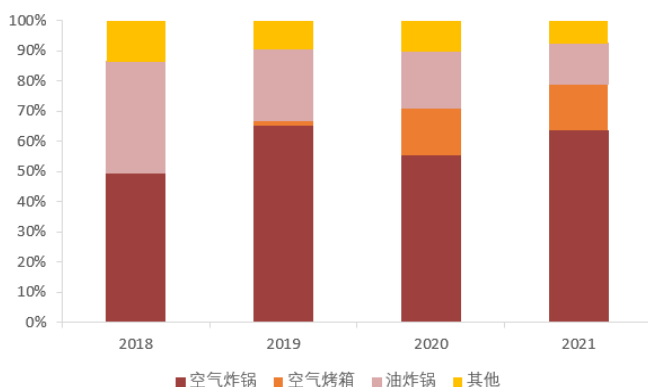
图 5：2018-2021 公司费用率情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

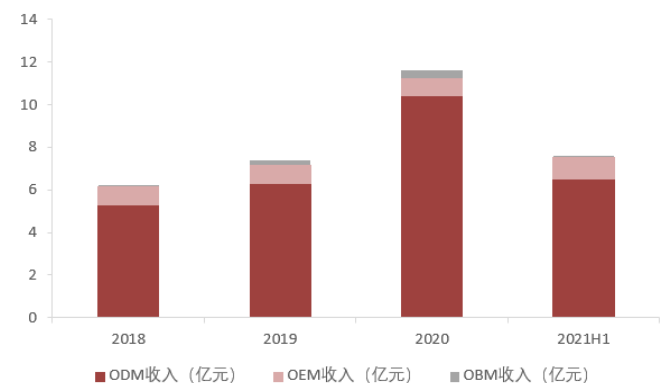
**外销代工贡献主要营收，空气炸锅是主要产品。**在业务模式方面，公司主要业务包括 ODM/OEM 业务和自主品牌业务，其中，ODM/OEM 业务占比超过 95%，是公司主要的业务模式。在产品结构方面，公司分别于 2015 年与 2018 年开始销售空气炸锅与空气烤箱，两种产品皆是利用空气动力学相关技术烹饪出口感更加且更健康食物的产品。近年来，空气炸锅与空气烤箱占公司营收比例迅速提升，2021 年分别占比达到 63.7% 和 15.2%。分地区来看，公司销售以境外为主，2021 年公司外销收入占比达到了 94.8%，外销贡献了公司的主要营收和利润。随着国内空气炸锅等新兴小家电产品的快速放量，公司内销收入也呈现了一定的增长趋势，未来在内销代工业务以及自主品牌业务的发力之下，内销收入占比有望提升。

图 6：2018-2021 公司分产品营收占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：2018-2021H1 公司分模式销售收入

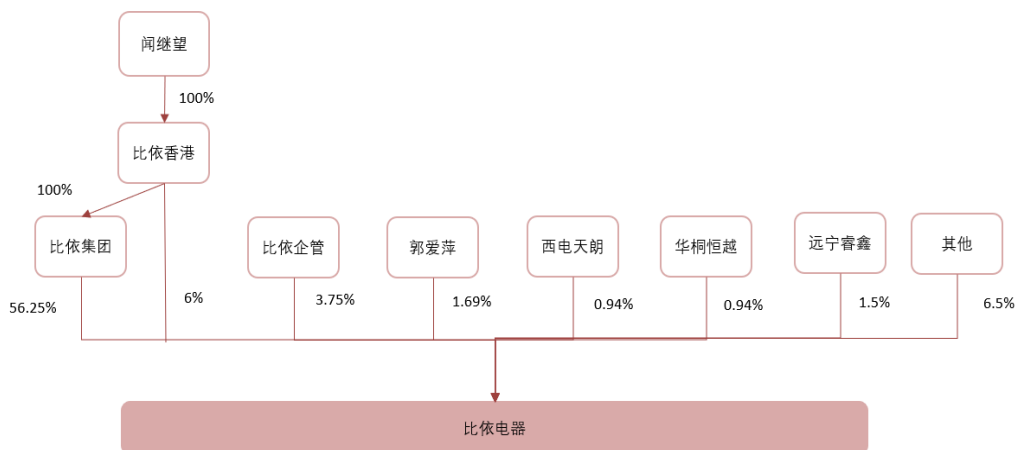


数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 1.2 股权结构集中，引入战略投资者

公司实际控制人为董事长**闻继望**。董事长闻继望通过比依集团和比依香港间接持有公司 62.25% 的股权，股权高度集中。其中，比依企管成立于 2019 年，为员工持股平台，公司高管与核心技术人员通过比依企管间接持有公司股份 3.75%。同时在公司成立时引入了西电天朗、华桐恒越等战略投资者，战略投资者合计持股比例达到 3.38%。

图 8：公司股权结构图



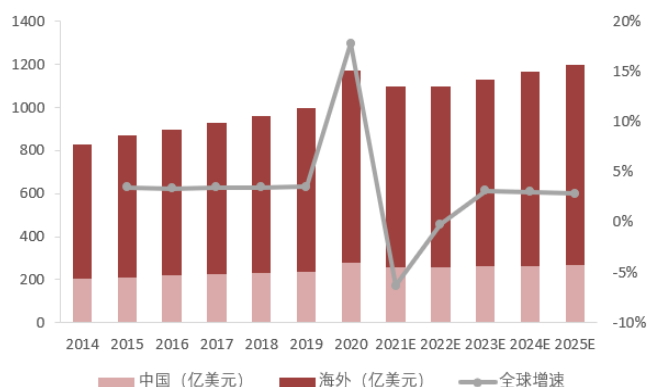
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 厨房小电新兴产品，市场规模快速扩容

### 2.1 需求层次转变，厨房小电市场规模扩张

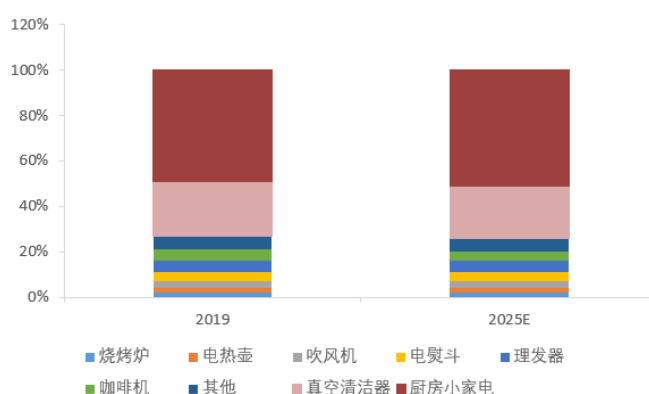
需求层次转变推动渗透率提升，厨房小家电市场空间仍在。随着人均可支配收入的提升，在消费升级趋势下，能够改善居民生活质量的小家电需求高速增长，其中厨房小家电作为小家电最大的细分赛道，通过“抓住居民的胃”的方式快速渗透进居民的生活，近年来厨房小家电销售占小家电销售额的比例逐年提升，根据 statista 数据显示，2019 年全球厨房小家电总收入占小家电总收入比例达到 49%。厨房小家电刚刚诞生的时候更多作为一种可选产品出现，但消费以及生活习惯的改变、健康理念的倡导逐步让部分小家电产品从软刚需产品变成了刚需产品，需求层次的转变推动小家电渗透率逐步提升。statista 数据显示，2015-2020 年间全球厨房小家电销售额持续增长，5 年 CAGR 达到 6.2%。

图 9：2014-2025E 全球厨房小家电销售额



数据来源: statista, 西南证券整理

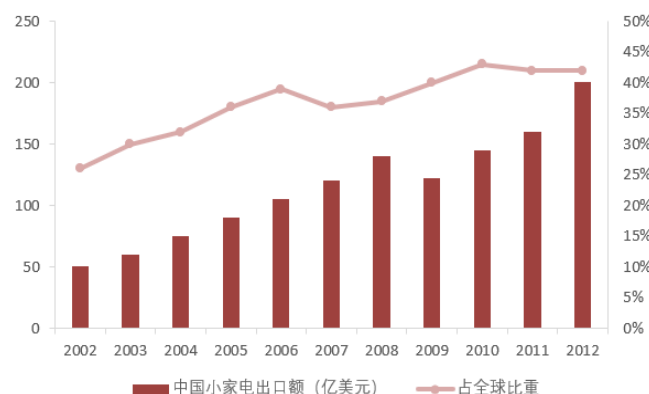
图 10：2019 和 2025E 全球小家电销售结构



数据来源: statista, 西南证券整理

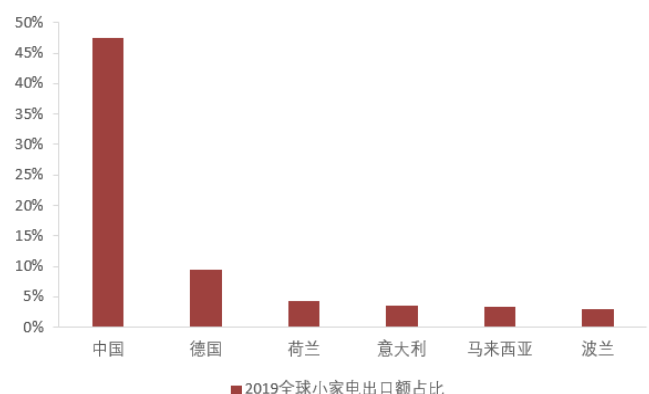
**制造业转移提供机遇，小家电出口占比提升。**近 20 年来，在经济全球化的时代背景下，全球制造业开始向人力成本较低的中国和东南亚转移，中国制造抓住机会在全球异军突起。根据工信部数据，目前中国制造业在全球产业链中的占比已经从 2010 年的 19.8% 上升至 2019 年的 28.1%，连续 10 年保持世界第一制造业大国地位。而在小家电方面，根据智研咨询数据显示，2019 年我国小家电出口额占全世界比重达到 47.4%，我国已成为小家电第一大出口国。

图 11：2002-2012 中国小家电出口额及占比



数据来源: 中国家电协会, 西南证券整理

图 12：2019 年全球小家电出口额占比



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

国内市场而言，一方面小家电龙头企业凭借品牌、渠道等多维度较强的综合竞争实力，在刚需类小家电产品中形成了三足鼎立的局面，市场竞争格局相对稳固。国内小家电代工厂商也能通过进入龙头供应链实现规模的快速扩张。另一方面，小家电品类丰富，创新新品层出不穷，叠加多元化的电商渠道快速发展，新兴品牌发力迎来了契机。借助新品类新渠道的红利，新秀品牌有望快速孵化。

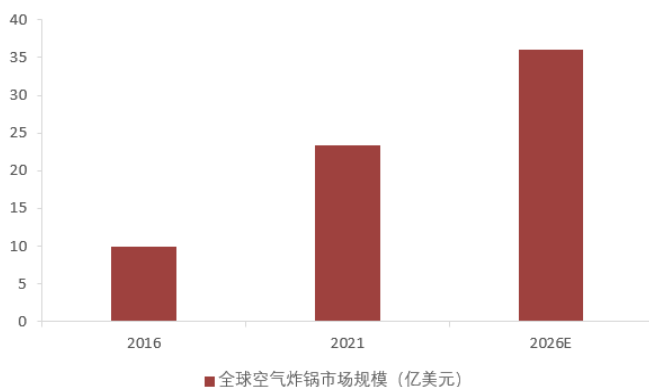
## 2.2 产品优势明显，空气炸锅需求持续增长

**健康饮食观念下，空气炸锅市场规模迅速提升。**空气炸锅概念在 2012 年由飞利浦提出，其主要利用空气动力学相关技术，使锅内空气在顶部加热后急速循环流动，从而对锅内的食物进行持续的热风炙烤，使食物充分加热至适宜食用的水平，并形成类似于油炸锅炸制的口

感。空气炸锅凭借其多功能的烹饪方式和拆卸、清洗等各环节的使用便捷性，在全球诸多国家销售了近 10 年且长期保持增长的态势，成为全球家庭厨房常用电器。根据 Euromonitor 数据显示，全球空气炸锅市场规模从 2016 年的 9.8 亿美元提升至 2021 年的 23.3 亿美元，CAGR 达到 18.9%。

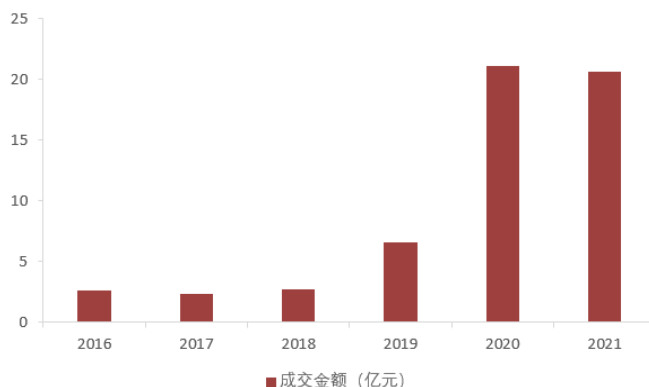
我国空气炸锅市场从 2019 年起开始快速增长，在疫情影响下，消费者对小家电需求爆发，带动 2020 空气炸锅成交额同比提升 221.5%至 21 亿元。据 AVC 最新推总数据显示，2021 年空气炸锅零售额和零售量分别达到 43.8 亿元和 1504 万台，市场规模仅次于发展多年的成熟品类电压力锅；2022 年 1-2 月累计销售额达到 12 亿元，同比增长 148.7%。

图 13：2016-2026E 全球空气炸锅市场规模



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 14：2016-2021 中国空气炸锅成交金额



数据来源：淘数据，西南证券整理

在空气炸锅全球市场稳步发展的态势下，行业内企业开始研发并推广适用场景更加广泛的空气烤箱。空气烤箱具备 10L 以上的大容量，可以满足大部分家庭的烹饪需求，同时其采用下开门方式放置食材，配套烤鸡架、转笼、BBQ 烤架后，可自动旋转烘烤以确保食材受热均匀。

**空气炸锅与空气烤箱优势明显，正逐步成为厨房常用电器。**相比于油炸锅而言，空气炸锅和空气烤箱以热空气代替油对食物炸制，烹饪出的食物更加健康；而相比普通烤箱而言，空气炸锅和空气烤箱利用国内空气 360° 热交换迅速加热食物，在节省一半时间的基础上还能锁住食物水分，提升食物的口感。总体而言，空气炸锅凭借小而美、便携易清洁、颜色丰富、快速高效并且性价比高的特点，充分满足了新兴消费者的多样化需求，契合了小家电个性化消费的特点，正在成为厨房常用电器。

表 1：空气炸锅、空气烤箱和普通烤箱对比

|      | 空气炸锅         | 空气烤箱            | 烤箱         |
|------|--------------|-----------------|------------|
| 功能   | 炸烤功能兼备       | 炸烤功能兼备          | 仅烘烤功能      |
| 功率   | 900-2000w    | 2000w           | 500-3500w  |
| 操控面板 | 智能触控屏/旋钮操控盘  | 智能触控屏/旋钮操控盘     | 多为旋钮操控盘    |
| 加热模式 | 立体式 3D 热风循环  | 立体式 3D 热风循环     | 上下加热管加热    |
| 内胆材质 | 五层层级版陶瓷涂层    | 不锈钢             | 搪瓷、镀锌铜板等   |
| 清洁   | 抽屉一体式、易清洁    | 下开门方式、内胆一体化、易清洁 | 凹槽位置多、不易清洁 |
| 容量   | 1.5L-6.4L    | 10L 以上          | 20L-34L    |
| 配件   | 烤串架、蛋糕桶、披萨盘等 | 烤鸡架、BBQ 烤架等     | 烤盘、烤架等     |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

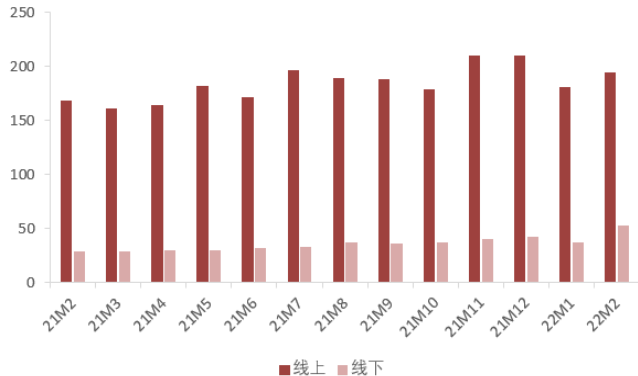
表 2：淘宝热销空气炸锅、空气烤箱和普通烤箱对比

|      | 美的 MF-KZ50M4-707 空气炸锅                                                             | 苏泊尔 KD120F807 空气烤箱                                                                 | 美的 MG38CB-AA                                                                        |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 图片   |  |  |  |
| 功能   | 炸烤                                                                                | 炸烤                                                                                 | 烘烤                                                                                  |
| 价格   | 369 元                                                                             | 699 元                                                                              | 349 元                                                                               |
| 功率   | 1500w                                                                             | 1800w                                                                              | 1800w                                                                               |
| 容量   | 5L                                                                                | 12L                                                                                | 38L                                                                                 |
| 净重   | 4.08KG                                                                            | /                                                                                  | 7KG                                                                                 |
| 调温范围 | 80-200℃                                                                           | 35-200℃                                                                            | 70-230℃                                                                             |

数据来源：淘宝各官方旗舰店，西南证券整理

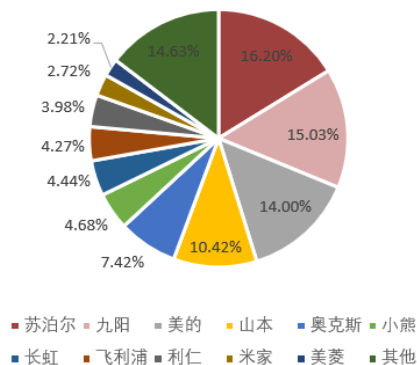
**高成长赛道吸引更多市场参与者。**从市场参与者上看，我国空气炸锅的参与品牌呈现逐步上升趋势，2022 年 2 月空气炸锅线上与线下品牌数量分别达到 194 和 52 个，同比增加 26 和 24 个，品牌数量的增加推动竞争加剧。从市场份额上看，传统巨头美苏九占据了空气炸锅半壁江山，CR3 达到 45.2%，但相比豆浆机、电饭锅等品类空气炸锅市场份额相对更为分散，叠加行业规模持续增长，新进入者依然存在机会。

图 15：21M2-22M2 空气炸锅品牌数变化趋势



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 16：2022 年 1-4 月空气炸锅线上市场份额情况



数据来源：奥维云网，西南证券整理

**价格带下沉推动市场规模持续扩容。**从价格带上看，空气炸锅的价格主要集中在 200-400 元。根据奥维云网数据显示，2022 年 1-4 月空气炸锅 200-300、300-400 元的产品占比分别是 35.2% 和 27.5%。从趋势来看，除了 200-300 元价格带占比小幅下降以外，500 元以下的中低端产品占比持续提升，500 元以上的高端产品占比呈现下滑趋势。其中 200 元以下的产品占比提升幅度最大，从 10% 提升到了 15% 左右。整体来看，空气炸锅的价格带呈现下沉的趋势，更多性价比的产品推出将助推空气炸锅市场进一步放量。

图 17：空气炸锅线上价格变化趋势



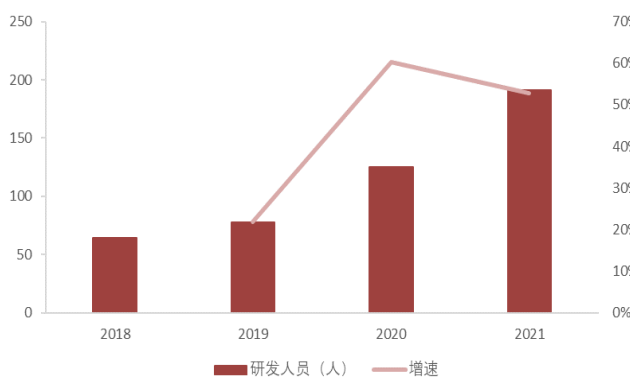
数据来源：奥维云网，西南证券整理

### 3 单品实力领先，生产效率不断优化

#### 3.1 研发持续加码，产品单价逐步提升

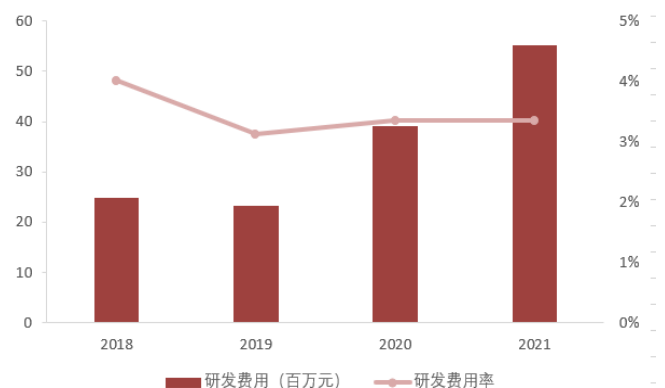
**研发持续加码，产品结构优化。**公司的产品以加热类厨房小家电为主，除了空气炸锅和空气烤箱外，公司产品还包括油炸锅、烤盘、煎烤器和其他加热类厨房小家电，产品类型丰富，能够满足客户差异化的需求。为不断提升产品开发能力，保持公司在产品端的优势，近年来公司持续在研发方面加码，研发费用与研发人员数量逐年提升。在产品开发投入不断加大的带动下，目前公司已拥有专利 123 项，发明专利 8 项，其中，公司在空气炸锅领域已有 63 个专利，与规模更大、产品品类更多的小家电代工龙头新宝股份相比，公司在空气炸锅上的积累更多。

图 18：2018-2021 公司研发人员数量及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 19：2018-2021 公司研发费用及费用率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**表 3：公司产品及主要客户**

| 产品类型       | 产品图片                                                                              | 主要客户                                                    |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| 机械式实用型空气炸锅 |  | NEWELL、Hamilton、Beach、Britania 等                        |
| 智能触屏科技空气炸锅 |  | 飞利浦、苏泊尔、NEWELL、SharkNinja                               |
| 空气烤箱       |  | Breville、De'Longhi Group、KENWOOD/凯伍德、NEWELL、SEB/法国赛博集团等 |
| 油炸锅        |  | Seclect Brands、Auchan Group/颐尚、Russel Hobbs/领豪等         |
| 烤盘与煎烤器     |  | NEWELL、Bodum 等                                          |
| 其他加热类厨房小家电 |  | MEDION/美德隆、METROSOURCING/美德龙等                           |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**表 4：公司与可比公司空气炸锅相关专利数量**

|      | 比依股份 | 博菱电器 | 新宝股份 |
|------|------|------|------|
| 专利总数 | 63   | 5    | 23   |
| 发明专利 | 2    | 0    | 0    |
| 外观专利 | 59   | 3    | 15   |
| 实用专利 | 2    | 2    | 8    |

数据来源：比依招股说明书，企查查，西南证券整理

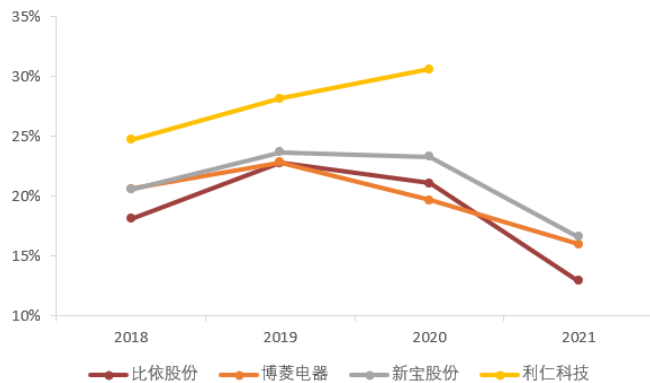
**价格逐步提升，产品快速放量。**从产品单价上来看，受益于单品价值更高的空气炸锅、空气烤箱销量占比提升的影响，公司产品单价呈现逐步上升的趋势，2020 年产品单价达到 153 元，相较于 2018 年提升了 22.5%。其中，相比于公司其他产品，空气炸锅与空气烤箱的产品单价相对较高，根据公司披露，2021H1 空气炸锅与空气烤箱单价分别达到 181.1 元/292.3 元，远高于油炸锅的单价 99 元。此外，在 2020 年新增 OEM 客户空气炸锅销售放量的带动下，2021H1OEM 产品销售单价提升幅度较大。**在销量方面**，公司业务规模逐步扩大，各业务产品销量呈现逐年提升趋势。整体来看，公司近年来产品量价齐升，随着公司空气炸锅和空气烤箱的占比持续提升，有望推动利润加速释放。

**表 5：公司各产品的销量**

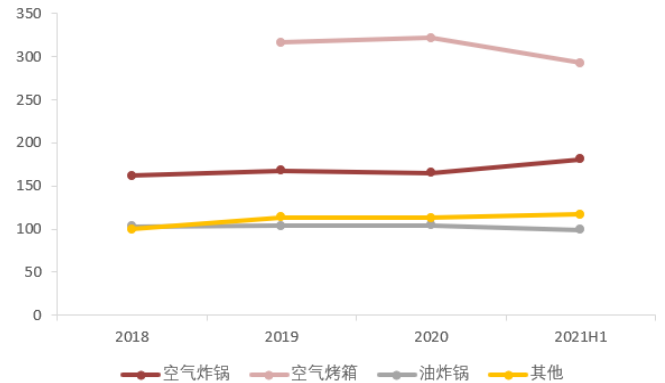
|          | 2021   | 2020   | 2019   | 2018   |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 空气炸锅（万台） | 566    | 389.07 | 286.72 | 188.44 |
| 空气烤箱（万台） | 85.42  | 57.28  | 4.75   | /      |
| 油炸锅（万台）  | 226.8  | 206.36 | 167.52 | 221.72 |
| 其他（万台）   | 104.32 | 106.51 | 61.16  | 83.77  |
| 合计       | 982.54 | 759.21 | 520.15 | 493.93 |

数据来源：比依招股说明书，西南证券整理

高单价产品的营收占比提升助力毛利率不断提升，公司 2020 年毛利率为 21.1%，相较于 2018 年同期提升 3pp，而受到 2021 年原材料涨价的影响，公司 2021 毛利率出现下滑。从行业中对比来看，我们选出同样以外销或代工为主的厨房小家电企业博菱电器、以及新宝股份，除了以自主品牌为主的利仁科技外，行业中其他可比公司毛利率相差不大。

**图 20：2018-2021 可比公司毛利率情况**


数据来源：招股说明书，wind，西南证券整理

**图 21：2018-2021H1 公司分产品单价变化情况**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

从代工行业来看，新宝股份作为上市公司里面最大的小家电代工企业，代工产品丰富，其中 2021 年电热类小家电的营收规模在 73.7 亿元。考虑到新宝股份电热小家电中，咖啡机、热水壶、面包机以及多士炉等产品占比更高，空气炸锅的占比相对较低。而比依股份 2021 年空气炸锅的营收已经做到了 10.4 亿元，我们认为公司在空气炸锅品类的规模已经位于行业前列。此外，从小家电代工公司博菱电器以及厨房小电新秀利仁科技的招股说明书可知，在空气炸锅的产销量上，比依股份的规模处于领先地位。

**表 6：空气炸锅代工企业产销量对比**

|      | 利仁科技    |         | 博菱电器    |         | 比依股份    |         |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|      | 产量 (万台) | 销量 (万台) | 产量 (万台) | 销量 (万台) | 产量 (万台) | 销量 (万台) |
| 2021 | --      | --      | --      | --      | 556.04  | 651.42  |
| 2020 | 116.52  | 88.95   | 25.43   | 23.5    | 485.56  | 446.35  |
| 2019 | 39.46   | 29.63   | 8.01    | 6.82    | 285.19  | 291.47  |
| 2018 | 11.1    | 12.63   | 1.17    | 1.14    | 207.11  | 188.44  |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 3.2 客户资源丰厚，新客户带来增量利润

**代工为主要业务模式。**公司主要业务包括 ODM/OEM 业务和自主品牌业务，其中，ODM/OEM 业务占比超过 95%，是公司主要的业务模式。在 ODM/OEM 业务中公司主要通过展会和客户推荐的方式接触并获得客户，通过对客户不断的沟通交流和持续优质的服务，公司的销售规模持续扩大，目前已经积累了一批如 Philips/飞利浦、NEWELL/纽威品牌等加热类厨房小家电产品战略合作客户。

公司在加强 ODM/OEM 业务的基础上,积极开拓自主品牌业务,目前公司自主品牌业务主要通过线上渠道推广销售,收入占比尚不足 5%。早在 2018 年公司便尝试推进自主品牌业务,积累了一定的自主品牌运营经验。此外,相对其他小家电品类而言,我国空气炸锅市场集中度较低,CR3 为 45.2%。考虑到空气炸锅市场规模仍在快速增长,多元化的线上平台也为新兴品牌创造了机会。未来随着公司自主品牌的逐步孵化,有望推动公司持续增长。

**客户资源丰富,构建客户壁垒。**公司产品以外销为主,近年来外销收入占比超过 90%,产品销往美国、哥伦比亚、英国等 70 余个国家/地区,目前公司的外销客户主要集中在北美、欧洲、南美,主要为国际知名家电制造商、品牌商等,客户主要包括 Philips/飞利浦、NEWELL/纽威品牌、SharkNinja/尚科宁家、DeLonghi Group/德龙公司等,在厨房小家电领域已经占据了主要的市场份额。公司前五大客户贡献收入占公司营收比重持续提升,2021H1 达到 51.7%,2021 年末小幅下滑至 50%,相较于 2018 年提升了 9.5pp,其中,公司客户 NEWELL/纽威品牌与飞利浦在美国小家电市场位列前茅,2020 年占率分别达到 19%/27%。

表 7: 2021H1 前五大客户主要销售产品及占比

| 客户            | 产品            | 金额(万元)   | 占营收比重  |
|---------------|---------------|----------|--------|
| 飞利浦           | 空气炸锅          | 14928.83 | 19.64% |
| NEWELL        | 空气炸锅、烤盘、空气烤箱等 | 10038.59 | 13.21% |
| SharkNinja    | 空气炸锅          | 5764.77  | 7.59%  |
| Pampered Chef | 空气烤箱等         | 4366.27  | 5.75%  |
| RKW China     | 空气炸锅、空气烤箱、油炸锅 | 4159.56  | 5.47%  |

数据来源:招股说明书,西南证券整理

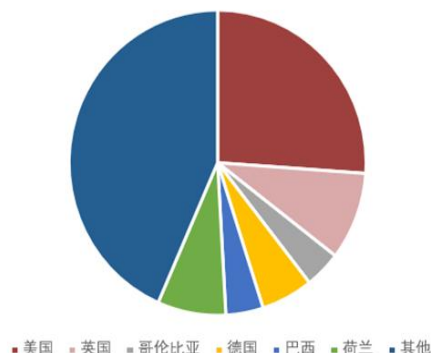
凭借着公司优异的产品质量和服务能力,公司已与部分客户构建了稳定、双赢的合作模式,公司与 NEWELL/纽威品牌已合作了 9 年时间,客户资源丰富且稳定。公司在加强与现有客户合作的基础上,也在积极拓展新客户,2020 年公司与国际知名品牌商飞利浦签订了合作协议,主要销售产品为空气炸锅,2021 年公司向飞利浦销售的产品收入达到 4 亿元,占 2021 年收入比例达到 24.8%,随着该部分产品的迅速放量,以及公司持续不断地开拓新客户,公司营收与业绩有望保持高速增长。内销方面,随着国内以空气炸锅、空气烤箱为主的加热类厨房小家电市场需求的增加,公司逐步与小熊电器、苏泊尔、利仁科技等国内知名品牌商达成合作,国内销量快速提升,国内业务有望成为公司新的增长点。

图 22: 客户分布情况



数据来源:招股说明书,西南证券整理

图 23: 2021H1 公司销售区域情况

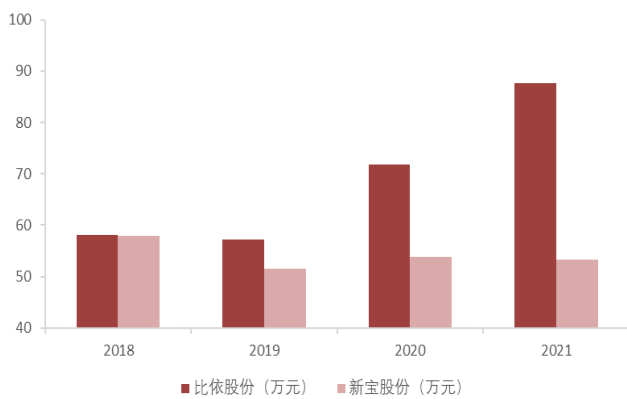


资料来源:招股说明书,西南证券整理

### 3.3 募集资金助力产能扩张

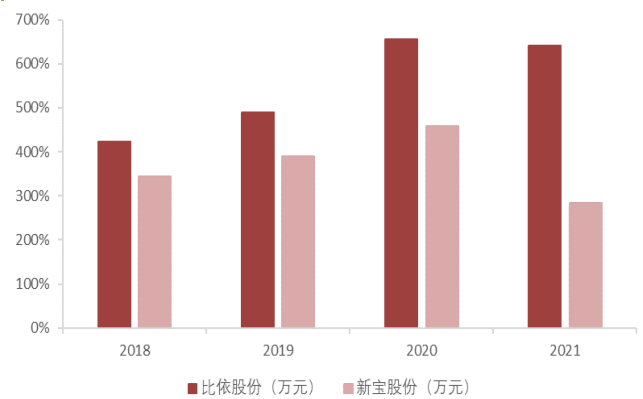
**自动化提升生产效率，人均创收快速提升。**公司采取高度自动化及规模化的生产战略，有效整合供应链，增强自我配套能力。目前，公司拥有 6 条全自动冲压生产线，由 51 台机器人操作；6 条全自动喷涂生产线，由 8 台 ABB 全自动机器人操作；23 条半自动总装流水线，由机器人完成自动码垛以及拧螺丝。**高自动化率提升公司生产效率，推动近年来公司人均创收的提升**，公司人均创收由 2018 年的 58.2 万元提升至 2020 年的 71.8 万元，增长幅度达到 23.3%；人均创利从 2018 年的 4.2 万元提升至 2020 年的 6.6 万元，增长幅度达到 54.9%。由于公司专注于空气炸锅以及空气烤箱品类，产品品类更加集中，生产资源高效利用。同小家电代工龙头新宝股份相比，公司的人均创收以及人均创利表现更优。

图 24：2018-2020 公司与新宝人均创收对比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 25：2018-2020 公司与新宝人均创利对比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**产销两旺，业务规模快速增长。**公司精准把握住了空气炸锅等加热类厨房小家电的机遇，业务规模快速增长，订单持续增加，公司的现有产能利用率已经趋于饱和，2021H1 公司各产品产能利用率均已超过 100%。此外，近三年的产销量也保持在 95% 以上。

表 8：公司分产品产能利用率

| 产品   | 2021H1  |         |         | 2020    |         |         |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|      | 产能 (万台) | 产量 (万台) | 产能利用率   | 产能 (万台) | 产量 (万台) | 产能利用率   |
| 空气炸锅 | 179.71  | 258.88  | 144.05% | 341.8   | 425.83  | 124.58% |
| 空气烤箱 | 44.93   | 45.4    | 101.05% | 58.08   | 59.73   | 102.84% |
| 油炸锅  | 68.35   | 128.46  | 187.93% | 174.84  | 211.71  | 121.09% |
| 其他   | 55.93   | 57.17   | 102.23% | 107     | 108.61  | 101.5%  |

数据来源：招股说明书，西南证券整理。注：公司 2021H1 空气炸锅与油炸锅产量包含了委外加工产量

**募资扩产，产能稳步增长。**在需求高速增长情况下，为了进一步同快速增长的业务量相匹配，公司将部分募集资金用于产能扩张建设。公司将建设“年产 1000 万台厨房小家电扩产项目”和“年产 250 万台空气炸锅生产线技术改造项目”，建设期分别为 2/1.5 年，项目建设完成后公司将新增 1250 万台产能，总产能将接近 2000 万台，实现翻倍增长，支撑公司订单的高速增长。

表 9：公司募集资金运用计划

| 项目                     | 项目总投资（万元） | 募集资金投资（万元） |
|------------------------|-----------|------------|
| 年产 1000 万台厨房小家电扩产项目    | 36966.48  | 25045.01   |
| 年产 250 万台空气炸锅生产线技术改造项目 | 10344.46  | 10344.46   |
| 研发中心建设项目               | 7176.87   | 3176.87    |
| 信息化系统升级建设项目            | 7290.35   | 3290.35    |
| 补充流动资金                 | 10000     | 10000      |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：空气炸锅作为新兴厨房小家电产品，更新换代需求推动下海外市场增速稳健，国内市场正处于快速放量阶段，预期空气炸锅市场规模将快速扩容。公司作为空气炸锅的代工龙头之一，单品生产优势领先，将充分受益于行业红利。假设 2022-2024 年公司外销量增速分别为 -6%/4%/4%，内销量增速为 400%/120%/60%。在产品结构持续优化的背景下，公司产品销售均价有所提升，假设 2022-2024 年公司外销销售均价分别提升 3%/1%/1%，内销销售均价分别提升 1%/1%/1%。

假设 2：随着原材料价格环比降低，公司成本压力减弱。叠加公司产品结构持续优化，预期公司毛利率有所优化，假设 2022-2024 年公司毛利率分别为 16.1%/16.6%/16.8%。

假设 3：公司以代工业务为主，自主品牌正位于孵化期间，假设未来公司费用率保持相对稳定，预计 2022-2024 年公司销售费用率保持为 1%、管理费用率保持为 5.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 10：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 |     | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 外销     | 收入  | 1546.8 | 1497.6 | 1573.1 | 1652.4 |
|        | 增速  | 48.5%  | -3.2%  | 5.0%   | 5.0%   |
|        | 毛利率 | 15.2%  | 15.6%  | 15.6%  | 15.6%  |
| 内销     | 收入  | 84.64  | 427.4  | 949.7  | 1534.7 |
|        | 增速  | -29.7% | 405.0% | 122.2% | 61.6%  |
|        | 毛利率 | 17.1%  | 17.5%  | 18.0%  | 18.0%  |
| 其他业务   | 收入  | 2.2    | 2.2    | 2.2    | 2.3    |
|        | 增速  | 50.4%  | 1.0%   | 1.0%   | 1.0%   |
|        | 毛利率 | 89.0%  | 89.0%  | 89.0%  | 89.0%  |
| 合计     | 收入  | 1633.7 | 1927.3 | 2525.1 | 3189.4 |
|        | 增速  | 40.4%  | 18.0%  | 31.0%  | 26.3%  |
|        | 毛利率 | 15.4%  | 16.1%  | 16.6%  | 16.8%  |

数据来源：Wind，西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取了小家电行业里面的新宝股份、小熊电器和北鼎股份作为可比公司，2022 年可比公司平均估值是 23 倍。未来随着公司自主品牌稳步孵化，行业红利下公司代工业务快速放量，预计公司 2022-2024 年未来三年业绩复合增速为 31.5%。参考可比公司平均估值，考虑到公司外销占比较高，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 11：可比公司估值

| 证券代码   | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） |      |      |      | PE（倍） |       |       |       |
|--------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |       | 21A    | 22E  | 23E  | 24E  | 21A   | 22E   | 23E   | 24E   |
| 300824 | 北鼎股份 | 10.52 | 0.5    | 0.39 | 0.5  | 0.6  | 37.45 | 26.61 | 21.17 | 17.43 |
| 002959 | 小熊电器 | 58.72 | 1.81   | 2.22 | 2.65 | 3.08 | 35.26 | 26.42 | 22.13 | 19.04 |
| 002705 | 新宝股份 | 17.81 | 0.96   | 1.22 | 1.46 | 1.65 | 25.77 | 14.56 | 12.24 | 10.81 |
| 平均值    |      |       |        |      |      |      | 32.83 | 22.53 | 18.51 | 15.76 |
| 603215 | 比依股份 | 17.77 | 0.64   | 0.79 | 1.13 | 1.46 | 27.50 | 22.24 | 15.66 | 12.09 |

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

（1）原材料价格或大幅波动风险：公司以代工业务为主，原材料在公司营业成本中占比 75%左右，如果原材料价格大幅波动将影响到公司整体的盈利表现。

（2）核心产品替代风险：公司核心产品空气炸锅、空气烤箱的销售占比 75%左右，加热类厨房小家电行业产品工艺复杂度不高，消费者偏好存在多元化趋势，公司核心产品空气炸锅、空气烤箱可能存在新产品替代的风险。

（3）人民币汇率或大幅波动风险：公司外销收入占比在 90%以上，结算币种以美元为主。如果人民币兑美元汇率呈现大幅波动，将影响到公司整体的盈利表现。

（4）产能释放不及预期风险：公司计划募资投产，新建产能 1250 万台。如果产能释放不及预期，将影响到公司整体的营收表现。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元)      | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表 (百万元)       | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入           | 1633.66        | 1927.27        | 2525.07        | 3189.40        | 净利润               | 119.87        | 148.22        | 210.48        | 272.56        |
| 营业成本           | 1382.25        | 1616.87        | 2106.72        | 2653.36        | 折旧与摊销             | 20.73         | 22.53         | 22.53         | 22.53         |
| 营业税金及附加        | 5.48           | 8.87           | 11.11          | 13.69          | 财务费用              | 12.70         | 13.21         | 12.01         | 15.08         |
| 销售费用           | 16.15          | 19.27          | 25.25          | 31.89          | 资产减值损失            | -1.80         | -1.00         | -1.00         | -1.00         |
| 管理费用           | 88.43          | 106.00         | 138.88         | 175.42         | 经营营运资本变动          | -142.96       | 25.71         | -9.47         | -39.52        |
| 财务费用           | 12.70          | 13.21          | 12.01          | 15.08          | 其他                | -44.21        | -1.34         | 0.57          | -0.72         |
| 资产减值损失         | -1.80          | -1.00          | -1.00          | -1.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-35.67</b> | <b>207.34</b> | <b>235.12</b> | <b>268.93</b> |
| 投资收益           | 0.83           | 1.00           | 1.00           | 1.00           | 资本支出              | -189.79       | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益       | 0.72           | 0.30           | 0.39           | 0.41           | 其他                | 108.01        | 1.30          | 1.39          | 1.41          |
| 其他经营损益         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-81.78</b> | <b>1.30</b>   | <b>1.39</b>   | <b>1.41</b>   |
| <b>营业利润</b>    | <b>128.67</b>  | <b>165.35</b>  | <b>233.49</b>  | <b>302.38</b>  | 短期借款              | 141.57        | -194.09       | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益        | 2.90           | 1.05           | 1.30           | 1.48           | 长期借款              | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>    | <b>131.57</b>  | <b>166.40</b>  | <b>234.79</b>  | <b>303.86</b>  | 股权融资              | 0.00          | 518.57        | 0.00          | 0.00          |
| 所得税            | 11.71          | 18.17          | 24.31          | 31.30          | 支付股利              | 0.00          | -23.97        | -29.64        | -42.10        |
| 净利润            | 119.87         | 148.22         | 210.48         | 272.56         | 其他                | -11.56        | -17.32        | -12.01        | -15.08        |
| 少数股东损益         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>130.00</b> | <b>283.19</b> | <b>-41.66</b> | <b>-57.17</b> |
| 归属母公司股东净利润     | 119.87         | 148.22         | 210.48         | 272.56         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-3.32</b>  | <b>491.82</b> | <b>194.86</b> | <b>213.17</b> |
|                |                |                |                |                |                   |               |               |               |               |
| 资产负债表 (百万元)    | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务分析指标            | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
| 货币资金           | 158.55         | 650.37         | 845.23         | 1058.39        | <b>成长能力</b>       |               |               |               |               |
| 应收和预付款项        | 397.46         | 517.31         | 656.53         | 829.22         | 销售收入增长率           | 40.43%        | 17.97%        | 31.02%        | 26.31%        |
| 存货             | 282.00         | 331.26         | 430.99         | 543.64         | 营业利润增长率           | 6.40%         | 28.50%        | 41.21%        | 29.50%        |
| 其他流动资产         | 5.28           | 6.10           | 7.77           | 9.63           | 净利润增长率            | 13.15%        | 23.66%        | 42.00%        | 29.50%        |
| 长期股权投资         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | -0.07%        | 24.05%        | 33.29%        | 26.84%        |
| 投资性房地产         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |               |               |               |               |
| 固定资产和在建工程      | 210.14         | 198.38         | 186.63         | 174.88         | 毛利率               | 15.39%        | 16.11%        | 16.57%        | 16.81%        |
| 无形资产和开发支出      | 102.27         | 91.49          | 80.72          | 69.94          | 三费率               | 7.18%         | 7.19%         | 6.98%         | 6.97%         |
| 其他非流动资产        | 17.79          | 17.79          | 17.79          | 17.79          | 净利率               | 7.34%         | 7.69%         | 8.34%         | 8.55%         |
| <b>资产总计</b>    | <b>1173.50</b> | <b>1812.72</b> | <b>2225.66</b> | <b>2703.49</b> | ROE               | 34.21%        | 14.92%        | 17.93%        | 19.41%        |
| 短期借款           | 194.09         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 10.21%        | 8.18%         | 9.46%         | 10.08%        |
| 应付和预收款项        | 591.25         | 792.69         | 1022.15        | 1266.56        | ROIC              | 31.42%        | 30.24%        | 40.76%        | 47.09%        |
| 长期借款           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 9.92%         | 10.43%        | 10.61%        | 10.66%        |
| 其他负债           | 37.77          | 26.81          | 29.45          | 32.41          | <b>营运能力</b>       |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>    | <b>823.10</b>  | <b>819.50</b>  | <b>1051.61</b> | <b>1298.98</b> | 总资产周转率            | 1.62          | 1.29          | 1.25          | 1.29          |
| 股本             | 140.00         | 186.66         | 186.66         | 186.66         | 固定资产周转率           | 9.90          | 9.78          | 13.63         | 18.38         |
| 资本公积           | 6.77           | 478.67         | 478.67         | 478.67         | 应收账款周转率           | 5.03          | 4.86          | 5.05          | 4.95          |
| 留存收益           | 203.64         | 327.89         | 508.72         | 739.18         | 存货周转率             | 5.94          | 5.25          | 5.51          | 5.42          |
| 归属母公司股东权益      | 350.40         | 993.22         | 1174.05        | 1404.51        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 92.99%        | —             | —             | —             |
| 少数股东权益         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资本结构</b>       |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>350.40</b>  | <b>993.22</b>  | <b>1174.05</b> | <b>1404.51</b> | 资产负债率             | 70.14%        | 45.21%        | 47.25%        | 48.05%        |
| 负债和股东权益合计      | 1173.50        | 1812.72        | 2225.66        | 2703.49        | 带息债务/总负债          | 23.58%        | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|                |                |                |                |                | 流动比率              | 1.05          | 1.88          | 1.88          | 1.91          |
|                |                |                |                |                | 速动比率              | 0.70          | 1.46          | 1.46          | 1.48          |
|                |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%         | 16.17%        | 14.08%        | 15.44%        |
| <b>业绩和估值指标</b> | <b>2021A</b>   | <b>2022E</b>   | <b>2023E</b>   | <b>2024E</b>   | <b>每股指标</b>       |               |               |               |               |
| EBITDA         | 162.10         | 201.09         | 268.03         | 339.98         | 每股收益              | 0.64          | 0.79          | 1.13          | 1.46          |
| PE             | 27.50          | 22.24          | 15.66          | 12.09          | 每股净资产             | 1.88          | 5.32          | 6.29          | 7.52          |
| PB             | 9.41           | 3.32           | 2.81           | 2.35           | 每股经营现金            | -0.19         | 1.11          | 1.26          | 1.44          |
| PS             | 2.02           | 1.71           | 1.31           | 1.03           | 每股股利              | 0.00          | 0.13          | 0.16          | 0.23          |
| EV/EBITDA      | 15.38          | 13.07          | 9.08           | 6.53           |                   |               |               |               |               |
| 股息率            | 0.00%          | 0.73%          | 0.90%          | 1.28%          |                   |               |               |               |               |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务              | 座机           | 手机          | 邮箱                    |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 崔露文 | 高级销售经理          | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn       |
|    | 黄滢  | 高级销售经理          | 18818215593  | 18818215593 | hying@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理          | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn    |
|    | 陈燕  | 高级销售经理          | 18616232050  | 18616232050 | chenyanyf@swsc.com.cn |
|    | 陈慧琳 | 销售经理            | 18523487775  | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn      |
|    | 薛世宇 | 销售经理            | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn       |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn      |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn  |
|    | 王兴  | 销售经理            | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn     |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn       |
|    | 王一菲 | 销售经理            | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn       |
|    | 王宇飞 | 销售经理            | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com      |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn  |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn       |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn       |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn       |
|    | 龚之涵 | 销售经理            | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn    |